全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛

交易员、投机者与骗子

——衍生品花花世界中的已知与未知

[澳] 萨蒂亚吉特·达斯（Satyajit Das） 著

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛

交易员、枪和钞票

——衍生品花花世界中的已知与未知

上海财经大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目(CIP)数据

交易员、枪和钞票：衍生品花花世界中的已知与未知/(澳)达斯(Das,S.)著；刘莉亚等译．—上海：上海财经大学出版社，2010.1
(世界资本经典译丛)
书名原文：Traders,Guns and Money:Knowns and Unknowns in the Dazzling World of Derivatives
ISBN 978-7-5642-0673-4/F·0673

Ⅰ.①交… Ⅱ.①达… ②刘… Ⅲ.①金融市场-研究
Ⅳ.①F830.9

中国版本图书馆CIP数据核字(2009)第232714号

□ 责任编辑 张美芳
□ 封面设计 钱宇辰
□ 版式设计 孙国义

JIAOYIYUAN QIANG HE CHAOPIAO

交易员、枪和钞票

——衍生品花花世界中的已知与未知

[澳] 萨蒂亚吉特·达斯 (Satyajit Das) 著

刘莉亚等 译

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编200434)
网 址：http://www.sufep.com
电子邮箱：webmaster@sufep.com
全国新华书店经销
上海市印刷七厂印刷
上海叶大印务发展有限公司装订
2010年1月第1版 2010年1月第1次印刷

787mm×1092mm 1/16 20.5印张(插页：2) 335千字
印数：0 001—4 000 定价：42.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拨动琴弦

唱一首经典

资本脉络

在伦巴第和华尔街坚冷的墙体间，仍然

依稀可见

千百年后

人们依然会穿过泛黄的书架

取下

这些书简

就像我们今天，怀念

秦关汉月

大漠孤烟

……

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图字：09—2006—581

Traders, Guns & Money: Knowns and Unknowns in the Dazzling World of Derivatives

Satyajit Das

©Satyajit Das 2006

This translation of TRADERS, GUNS & MONEY: KNOWNS AND UNKNOWNS IN THE DAZZLING WORLD OF DERIVATIVES, First Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

CHINESE SIMPLIFIED language edition published by SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS PRESS, Copyright © 2009.

2010 年中文版专有出版权属上海财经大学出版社

版权所有 翻版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇添富基金·世界资本经典译丛
编辑委员会

编委会主任 丛树海

编委会执行主任 张 晖 于东升

编 委
黄 磊 袁 敏
韩贤旺 钱 慧
曹坰君 刘劲文
郭 君 魏小君
益 智 林 皓
金德环 田晓军
柳永明 骆玉鼎
周继忠 崔世春

策 划 黄 磊 曹坰君

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总 序

“世有非常之功，必待非常之人。”中国正在经历一个前所未有的投资大时代，无数投资人渴望着有机会感悟和学习顶尖投资大师的智慧。

有史以来最伟大的投资家，素有“股神”之称的巴菲特有句名言：成功的捷径是与成功者为伍！（It’s simple to be a winner, work with winners!）

向成功者学习是成功的捷径，向投资大师学习则是投资成功的捷径。

巴菲特原来做了十年股票，当初的他也曾经到处打听消息，进行技术分析，买进卖出做短线，可结果却业绩平平。后来他学习了格雷厄姆的价值投资策略，投资业绩很快有了明显的改善，他由衷地感叹道：“在大师门下学习几个小时的效果，远远胜过我自己过去十年里自以为是的天真思考。”

巴菲特不但学习了格雷厄姆的投资策略，还进一步吸收了费雪的投资策略，将二者完美地融合在一起。他称自己是“85%的格雷厄姆和15%的费雪”，他认为这正是自己成功的原因——“如果我只学习格雷厄姆一个人的思想，就不会像今天这么富有”。

可见，要想投资成功很简单，那就是：向成功的投资人学投资，而且要向尽可能多的杰出投资专家学投资。

源于这个想法，汇添富基金管理公司携手上海财经大学出版社，共同推出这套“汇添富基金·世界资本经典译丛”。开卷有益，本套丛书上及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1873 年的伦巴第街，下至 20 世纪华尔街顶级基金经理人和当代“股神”巴菲特，时间跨度长达百余年，汇添富基金希望能够藉此套丛书，向您展示投资专家的大师风采，让您领略投资世界中的卓绝风景。

在本套丛书的第一、二、三、四辑里，我们为您奉献了**《伦巴第街》、《攻守兼备》、《价值平均策略》、《浮华时代》、《忠告》、《尖峰时刻》、《战胜标准普尔》、《伟大的事业》、《投资存亡战》、《黄金简史》、《华尔街的扑克牌》、《标准普尔选股指南》、《华尔街 50 年》、《戈尔康达往事》、《铁血并购》、《先知先觉》、《共同基金必胜法则》、《华尔街传奇》、《大熊市》、《证券分析》、《股票估值实用指南》**等 28 本讲述国外金融市场历史风云与投资大师深邃睿智的经典之作。而在此次推出的第五辑中，我们还将向您推荐 6 本同样具有震撼阅读效应的经典投资著作。

漫漫投资路，经典诚可贵。不了解货币，就很难真正理解投资的本质。本辑丛书中的《货币简史》一书堪称资本类书籍中讲述货币历史的经典。**《货币简史》**是著名经济学家加尔布雷思的代表作之一。该书以货币史上的重大事件为主线，以货币变革的历史走向为依托，批判有关货币理论的种种传统理念，揭示货币运行的规律，指出周期性金融危机的成因。在经济危机席卷全球的今天，以货币为代表的金融体系正在经受着巨大的考验，流动性益发滞缓，信任危机愈加强烈。这种情况下，此书无异于一盏指导人们重新认识货币、了解金融本质的明灯，发人深省，给人以智慧的启迪。

汇集了《纽约晚报》金融编辑梅里尔·斯坦利·鲁凯泽先生给出的富于常识的投资指导建议的**《货币与投资》**一书初版于 1924 年，该书被认为是“第一次以书本的形式讨论了没有经验的小投资者所面临无形财产方面的问题以及解决这些问题的方法”。大名鼎鼎的巴菲特将其推荐给朋友时这样写道：“随信寄上的此书……显然其中提供的观点依然有效……我粗粗翻阅了一遍，发现这是一本经受了时间考验的一流之作。”“智者，知也，独见前闻，不惑于事，见微知著也。”阅读该书中语言简明朴素、说话直截了当的篇章，读者可以全面了解作者提出的诸如对安全投资的检验，怎样发现证券行业的骗子，有关华尔街的预测专家，怎样挑选诚实正直的股票经纪人等问题。正如曾任美国投资银行家协会教育委员会主席的劳伦斯·张伯伦所说的那样：“正是这些金融编辑，而不是那些投资银行家，对小投资者的情况有更多的了解。”本书将会让你发现，人们依然是这样的人们，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们依然拥有这样的缺点和弱点，资本依然遵循着其固有的规律，不管是四分之三个世纪以前还是今天，本书依然都有着同样的指导参考价值。

投资本质上是选择能够持续成功的优秀企业。**《新金融资本家》**一书则描述了一家金融企业的创业成长史。书中的主角 KKR，是美国一家以收购重整企业为主营业务的合伙投资企业。在本书中，KKR 自创立至今近三十年经营活动中的方方面面——从投资理念、投资策略、融资手法、收购后的重组，到其经济和社会影响——都得到了详细描述。并且，本书远不止是一本企业传记和金融史著作，它更多的是一本探讨美国公司治理结构和治理机制的著作。这种公司治理机制体现为债务、经理持股和董事会监督。债务的硬约束作用能迫使管理阶层吐出企业中“闲置的现金流量”；通过经理大量持股，能使他们像所有者一样决策；通过强化企业内部约束机制——董事会，KKR 向读者展示了它是如何妥善处理董事会和管理阶层间的职能分离的。在某种意义上，KKR 的利润正是来源于代理成本的降低。全书通过 KKR 这个案例，向世人揭示了美国金融资本主义的再生。

叱咤风云的金融大鳄背后，原来隐藏着不为人知的问题和秘密，而这很有可能成为投资的陷阱所在。**《美林证券：致命的代价——我与华尔街巨鳄的战争》**一书通过向我们讲述一个金融业中“鸡蛋碰石头”的故事，揭开了金融巨鳄美林证券公司的神秘面纱。书中的主人公基思，作为美林的前理财顾问，与这个曾经的金融巨头展开了长达 10 年的艰难而激烈的诉讼。虽然以主人公的败诉而告终，但整个过程揭露了美林的种种不道德操作和违规、欺瞒行为，直指美国金融业中暗藏的问题。事隔数年，在由美国次贷危机引起的金融风暴中，美林未能幸免，因亏损严重，被美国银行收购。曾经纵横华尔街的美林已不复存在，如今借助本书重温这场诉讼战争，相信读者会感触更深。

了解资本富豪的发家史，无疑有助于我们更好地理解财富创造的价值和意义。**《美国豪门巨富史》**是美国“暴露”文学（所谓“扒粪运动”）中的一部重要作品。书中生动地描绘了美国一些著名大富豪的发家史，客观地披露了这些在土地、贸易、铁路、钢铁等产业创造了巨额财富的资本家们如何巧取豪夺、财富暴涨的记录，旨在揭露资本的“原罪”。随着时间的推移，有产阶级寡头集团的权力变得越来越大，越来越多的人做出有计划的努力，试图把这些财产的起源描绘为诚实劳动和致力于公共服务的产物。每一个探索真相的人都有权知道，这究竟是不是真的。但对读者来说，更重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是要知道：一种依靠私有财产和工薪劳动制度而生存的体制，其累积效应是什么？如果这一体制有很多据说拥有的优点，那这些优点到底是什么？如果说它是文明的高级秩序，那这种高级又体现在何处？本书将会满足读者刨根问底的精神，帮助解释这些问题，因为，一种优秀而高尚的秩序应该能产生优秀而高尚的人。那些被这一特定文明推向前台的成功人士，以及他们所使用的方法，其种类和性质将在这一解释中得到阐明。更重要的是，查明这些巨大财富来自何方，了解它们特殊的起源和发展，以及与之相伴随的方法和制度，对于读者来说应该有着非凡的意义。该书材料搜罗广博，视野恢弘开阔，叙事沉稳，立论有据，自 1909 年初版以来，多次再版，颇受读者欢迎。

金融衍生品及其交易对于绝大多数普通读者都充满了未知与神秘，这是一块充满诱惑和神奇的投资领域。**《交易员、枪和钞票——衍生品花花世界中的已知与未知》**描述了作者达斯在金融衍生品行业 25 年的真实经历，详尽剖析了衍生品行业的运作及其存在的意义。这本书并不旨在评价衍生品，而只是向读者展现在交易所和主要金融中心每日的运作，正是这些活生生的戏剧和充满理性的疯狂造就了现代异常繁荣的衍生品交易市场。该书主要是为两类读者而写：一是在银行业以及其他金融行业工作的人(无论他们有没有直接参与到衍生品交易中)，在字里行间他们将会找到他们自己或者他们身边同事的影子；二是想进入衍生品这个奇妙世界的人，通过阅读该书将可能证实他们对于这些陌生金融工具的恐惧和偏见。

投资者也许会问：我们向投资大师、投资历史学习投资真知后，如何在中国股市实践应用大师们的价值投资理念？

事实永远胜于雄辩。中国基金行业从创立至今始终坚持和实践价值投资与有效风险控制策略，相信我们十年来的追求探索已经在一定程度上回答了这个问题：

首先，中国基金行业成立十余年来的投资业绩充分表明，在中国股市运用长期价值投资策略同样是非常有效的，同样能够显著地战胜市场。几年来我们旗下基金的优秀业绩，就是最好的证明之一。价值投资最基本的安全边际原则是永恒不变的，坚守基于深入基本面分析的长期价值投资，必定会有良好的长期回报。

其次，我们的经历还表明，在中国股市运用价值投资策略，必须结合中国股市以及中国上市公司的实际情况，做到理论与实践相结合，勇于创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，作为价值型基金经理人典范，彼得·林奇也是在总结和反思传统价值投资分析方法的基础上，推陈出新，取得了前无古人的共同基金业绩。

最后，需要强调的是，我们比巴菲特、彼得·林奇等人更加幸运，中国有持续快速稳定发展的经济环境，有一个经过改革后基本面发生巨大变化的证券市场，有一批快速成长的优秀上市公司，这一切将使我们拥有更多、更好的投资机会。

我们有理由坚信，只要坚持深入基本面分析的价值投资理念，不断积累经验和总结教训，不断完善和提高自己，中国基金行业必将能为投资者创造长期稳定的较好投资回报。

“他山之石，可以攻玉。”十余年前，当我在上海财经大学读书的时候，也曾经阅读过大量海外经典投资书籍，获益匪浅。今天，我们和上海财大出版社一起，精挑细选了上述这些书籍，力求使投资人能够对一个多世纪的西方资本市场发展窥斑见豹，有所感悟；而其中的正反两方面的经验与教训，亦可为我们所鉴，或成为成功投资的指南，或成为风险教育的反面教材。

“辉煌源于价值，艰巨在于漫长。”对于投资者来说，注重投资内在价值，精心挑选稳健的投资品种，进行长期投资，将会比你花心思去预测市场走向、揣测指数高低更为务实和有意义得多。当今中国正处在一个高速发展的黄金时期，站在东方大国崛起的高度，不妨看淡指数，让你的心态从容超越股市指数的短期涨跌，让我们一起从容分享中国资本市场的美好未来。在此，汇添富基金期待着与广大投资者一起，伴随着中国证券市场和中国基金业的不断发展，迎来更加辉煌灿烂的明天！

张　晖
汇添富基金管理有限公司投资总监
2010年1月8日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

1977 年 3 月，我开始在银行业工作。不久就转入衍生品交易这一神秘世界。没有什么必备的条件，我只是蒙混过关。期货、期权和互换像炼金术一样令人陶醉，衍生品令我满足，而且幸运的是，我看起来也很适合衍生品。

《交易员、枪和钞票》记录了我在衍生品行业的经历，其中收录的故事涉及该行业的产品、人以及不为人熟知且见不得人的勾当。

普通的男男女女不会为这个世界而烦恼。只是偶尔，诸如尼克·里森和巴林兄弟银行事件或者美国长期资本管理公司事件会演变为新闻。低的曝光率使得人们低估了这个行业的重要性及其在金融体系中的作用。其实我们每一个人都和衍生品息息相关。当我们投资时，便不经意地进行了衍生品交易；我们的储蓄常常存放在进行衍生品交易的银行或者基金管理公司那里。衍生品具有提高我们的投资收益或帮助管理投资风险的功能，但它时不时地会成为大规模杀伤性武器，带来影响市场、投资者和银行的巨额损失。

关于这个行业几无通俗易懂的读物，并鲜有阐明神秘的金融界中实际情况（其中一些是疯狂的）的读物。《交易员、枪和钞票》详尽剖析了衍生品行业是如何运作的以及它究竟在做什么。本书并不旨在提出充分理由支持或反对衍生品，而只是向读者展示主要金融中心的交易室里每日的**真实**的运作，展示造就了现代市场的真实生活戏剧和理性的疯狂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《交易员、枪和钞票》主要是为两类读者而写。一是那些在银行业以及其他金融行业工作的人。无论他们有没有直接参与到衍生品交易中，都会发现这本书是一本具有讽刺性和娱乐性的读物，在字里行间他们将会找到他们自己或者他们身边同事的影子。二是那些想获得关于这个奇异世界的入门级介绍的人们。本书将可能证实他们对于这些陌生金融工具、它们的用途以及运用它们交易的人的恐惧和偏见。

这本书描述了我在这个行业整整 25 年的奇特经历。它的内容是基于真实发生过的事件，当然里面的人物不是真实的。除了知名人士和已经被证实的情节是真的以外，所有的名字、角色、地点和事件都是虚构的，所有这些都是为了本书内容的需要而不是对真实事件的再现。如果本书中的人物或事情与现实中有所雷同，绝非故意，也不应作任何猜想。

在这里我要感谢出版商理查德·斯塔格(Richard Stagg)的认可和支持。我要感谢培生(Pearson)出版社的编辑团队和出版团队，包括利兹·古斯特(Liz Gooster)、本杰明·罗伯茨(Benjamin Roberts)和艾勒·鲍尔(Eile Ball)，因为他们帮助整理我的手稿。特别要感谢珍尼弗·梅尔(Jennifer Mair)，她的编辑工作使得本书增色不少。

我还要感谢我的父母，苏库玛尔(Sukumar)和阿帕那·达斯(Aparna Das)，是他们的鼓励和支持使我有了今天的所为。此外，我还要感谢我的妻子杰德·诺瓦科维奇(Jade Novakovic)，感谢她多年来对我的耐心支持和鼓励。至少现在，他们会更了解我这些年做了些什么。

萨蒂亚吉特·达斯
澳大利亚　悉尼
2006 年 2 月

经典译丛
投资经典
TheWorld
Classics
of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据我们所知，有些是已知的已知，即有些事情，我们知道我们知道；我们还知道有些是已知的未知，也就是说，我们知道有些事情我们不知道；但是还有一些未知的未知，即我们不知道我们不知道的事。

——唐纳德·拉姆斯菲尔德(Donald Rumsfeld)，美国国防部长，2002年2月12日国防部新闻简报会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

总序 …… 1

序 …… 1

序幕 …… 1

奇迹与幻想 …… 3

一连串的罪行 …… 6

结局的开端/开端的结局 …… 9

已知的和未知的 …… 12

不可靠的记忆 …… 13

最终的判决 …… 17

第一章 金融界的大规模杀伤性武器

——衍生品之蛊惑 …… 19

校园时代 …… 21

面对一群中国人 …… 22

衍生品的概念 …… 23

赌场 …… 25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

隐秘的弦外之音 …… 27
杠杆投机 …… 29
在雷达监控下 …… 32
大量互换仍在继续 …… 33
黄金时代/ LIBOR 减 50 基点 …… 36
仓库 …… 39
连环谋杀 …… 42
禁果 …… 44
衍生品的逻辑 …… 49

第二章　卖方：美丽的谎言 …… 50
微笑与拨号 …… 52
市场风向 …… 53
粗劣的交易 …… 56
分析 …… 59
阶级斗争 …… 61
越权行为 …… 63
封建王朝 …… 64
野蛮战争 …… 65
黄金准则 …… 66
业务模式 …… 67
媒介即信息 …… 70
苦役 …… 72
小报文化 …… 72
引人注目的高薪 …… 73
种族清洗 …… 75
国外业务 …… 76
败在伦敦，转战香港 …… 77
翻译失误 …… 78
生命中的一天 …… 79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 买方:真实的谎言 …… 81
反目成仇 …… 82
风险事业 …… 83
魔法王国 …… 85
带状避险或叠状避险,又一个套期保值风险 …… 89
我也如此 …… 91
“财术”或剥光的新娘 …… 92
宝洁公司的赌博 …… 95
土巴斯,孩子 …… 98
策马特的地下宝藏守护神和比利时牙医 …… 101
死亡互换 …… 102
投资风格 …… 104
α,β,ζ …… 106
追求相对表现 …… 109
无处不在的代理行为 …… 110
独特的销售主张 …… 111

第四章 把钱给我看,贪婪去复来 …… 114
钱的不确定性 …… 115
收费亭 …… 116
占有席位 …… 118
有效市场 …… 119
关于平台 …… 120
赛场一日 …… 122
黑天鹅,黑绵羊 …… 123
交易场所 …… 124
内幕消息 …… 126
操纵市场 …… 127
特尔斐先知 …… 128
意外之财 …… 130
钞票的颜色 …… 132
准备金计提 …… 133

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误的喜剧 …… 135
黑洞 …… 136
多少奖金? …… 139
收入越多越好 …… 141
如果你能得到,那是份好差事 …… 142
冒险游戏 …… 144

第五章 惊涛骇浪

——借助数字进行的不当风险管理 …… 146
休克疗法 …… 147
神圣的风险! …… 147
兜着圈子谈风险 …… 149
风险问题 …… 150
安慰剂效应 …… 152
在非信徒中 …… 155
风险崇拜 …… 157
从长远看来 …… 159
工作方法 …… 161
秘密的交易业务 …… 162
延续好时光 …… 163
惊涛骇浪 …… 164
天气预报 …… 165
尾声 …… 167
均值风险 …… 167
极端运动 …… 169

第六章 超级模型

——衍生品演算法 …… 171
避难所之外 …… 172
火箭科学 …… 174
文化战争 …… 176

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088、期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传送带 …… 177
鸡毛蒜皮 …… 178
大剧院 …… 180
探索 …… 181
创世纪 …… 183
福音书 …… 186
希腊字母的悲剧 …… 189
模型检验的失败 …… 190
1987 年犯罪现场鉴证——“老天爷啊!” …… 193
1992 年犯罪现场鉴证——欧洲汇率机制(极端危险,伙计!) …… 194
1998 年犯罪现场鉴证——用英镑出售英国 …… 195
1998 年犯罪现场鉴证——亚洲狂热 …… 197
模型排他 …… 198
遗漏变量的偏差 …… 200

第七章 没有疆界的游戏

——结构化产品背后的世界 …… 202
荒谬喜剧 …… 203
最美好的时光……最糟糕的时光 …… 205
魔鬼终结者 …… 206
不是我的错,先生 …… 207
天堂和地狱 …… 208
人格分裂 …… 211
高尔夫假日 …… 213
洪水 …… 215
权利属于人民 …… 216
垃圾回收 …… 220
六听啤酒一包 …… 222
不留活口 …… 224
普通嫌疑犯 …… 226

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 股票和股票相似物

——不公平的衍生产品 …… 229
十亿美元宝贝 …… 230
自我套利 …… 233
对别人套利 …… 234
收购 …… 236
买回农场 …… 237
谁在愚弄谁? …… 238
剥离工具 …… 241
名言警句 …… 242
乌龙球 …… 245
征税年代 …… 247
基金时代 …… 249

第九章 该称赞的就应该称赞

——信用违约互换和债务抵押证券的趣事 …… 252
信用战争 …… 253
信用显灵节 …… 254
第一笔信用衍生产品 …… 256
远程信用 …… 258
认错人 …… 260
道听途说 …… 262
有保证的交割 …… 263
重一重一重一重一重组——CDS 结巴了 …… 265
在推和拉之外 …… 266
模仿与奉承 …… 268
信用分档冲突 …… 270
它是更高级的 …… 272
顶好的主意 …… 273
套利时代 …… 274
后遗症 …… 275

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

UFO …… 276
极客和希腊字母 …… 277
永远不要相信自己的谎言 …… 279
俄罗斯套娃 …… 281
黑洞 …… 283

落幕 …… 285
亚洲世纪的回归 …… 286
纠缠不清的诉讼 …… 287
更多的事物改变了 …… 289
热水澡 …… 291
不守规矩的交易员 …… 294
重击与呜咽 …… 296
中国俱乐部 …… 297
历史上最棒的 …… 298
已知的和未知的 …… 299

译后记 …… 301

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易员，抢到

图表目录

图 1.1 平行贷款 …… 35
图 1.2 1981 年世界银行—IBM 的货币互换 …… 36
图 1.3 利率互换 …… 36
图 1.4 逆向浮动利率债券 …… 45
图 1.5 带有杠杆效用的逆向浮动利率债券 …… 48
图 6.1 股票价格和期权价值 …… 187
图 7.1 资产互换 …… 221
图 7.2 重新包装载体 …… 222
图 9.1 信用违约互换 …… 259
图 9.2 贷款抵押证券 …… 269
图 9.3 合成证券化 …… 270
图 9.4 债务抵押证券资本结构 …… 271
图 9.5 合成债务抵押证券资本结构 …… 273

表 3.1 投资方式 …… 105
表 3.2 独特的销售主张 …… 112
表 4.1 多年来的一些重大亏损事件 …… 136
表 5.1 1987～2005 年之间的危机事件 …… 157
表 6.1 一年后股票价格的预期值 …… 182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.2 期权的期望价值 …… 182
表 E.1 工作描述——不守规矩的交易员 …… 294

世界经典译丛

资本

TheWorld
Classics
of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 幕

我被领进了会议室。这是一个旧式风格的房间：暗色木制的搁板整齐地摆满了略带灰尘的法律文书。律师们，特别是英格兰的律师们，总是自豪地抵制现代性。在投资银行和商人们的世界里，现代性意味着新生代的青年才俊们设计出的时尚建筑风格，它们往往凭借大块的玻璃、金属、大理石和不舒适的座椅来彰显自己。路可·路可(Lucre & Lucre)公司[1]却不为这些时尚所动，有厚垫子的皮椅坐着才叫舒服。我担心，这将会是一次很长的会议。

当事人一方已经就坐，该公司来的两位代表系华裔印度尼西亚人。他们隶属于在东南亚一带交叉投资的华人种族商业股份所构成的名声不佳的“竹节网络”[2]。我被介绍给他们后，互相交换了名片。我小心翼翼地双手接住对方递来的名片，身体以一个充满敬意的角度微微倾斜。

按惯例我仔细研究了一下名片。爱德维科(Adewiko)，首席执行官，大约 50 岁。他是个小个子，穿着不合身的西装，一脸严肃。另一个叫布迪·蒂特拉(Budi Titra)，很年轻，我猜不会超过 30 岁。布迪是首席财务官，他的名片显示他拥有 MBA 学历。这个年轻人的热情与这个会场的严

〔1〕 编辑注：Lucre 在英文中是赃款的意思，作者给一家律师事务所取这个名字，语带反讽。

〔2〕 编辑注：竹节网络(bamboo network)是对华人家族企业的一种称呼，源自 Samuel Hughes, The Bamboo Network: How Expatriate Chinese Entrepreneurs are Creating a New Economic Superpower in Asia 一书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肃气氛显得有些不协调。

会议室中还有两人来自“四大”会计师事务所(“四大”是指普华永道、毕马威、安永和德勤)，也许在这一轮的并购中就会变成“三大”了。其中一位合伙人叫安德鲁斯(Andrews)，是一个瘦削的中年人，眼睛很小却目光锐利。另一位职位较低，有点傻乎乎的样子。他没有介绍他自己，在整个会议中也未发一言。

律师事务所的合伙人也在，“艾伯特(Albert)，大家都叫我阿尔比(Albie)吧。”这时，他的伙伴终于到了。莫里森(Morrison)拖着矮小但健壮的身体笨重地走进会议室，又是一轮介绍和寒暄，然后开始讨论正题；噢，是几乎开始讨论正题。莫里森拿出了四支铅笔并小心地把它们一一削好，然后把它们小心地放在会议桌上厚厚的法律文书旁边。他大概用了五六分钟来完成这个动作。按照出场的专业人士们的小时报酬计算，削铅笔这些时间的总成本是2 000美元，大概每削一支为 500 美元。从这个角度说，这真是一个神圣的时刻。

“我们开始吧。”莫里森慢条斯理地说。“我认为有必要先浏览一下交易的日程表。”我[1]说道。“很好！”莫里森大声说道。其实每个人都对交易很熟悉了，但不要忘记我们的报酬是按时间计算的。

“OCM 是一家面条制造商?”我问。“是的。”这次轮到布迪发言了，他介绍了这家公司的详细历史，其间爱德维科不时地插入一些补充说明。这都是些不相干的信息，甚至连有趣也谈不上。“让我们专注于交易本身。”我终于不耐烦地打断。“很好，让我们回到交易。”又是莫里森的声音。

“OCM 的全部经营都在印度尼西亚吗？它的所有收入都是以卢比(印度尼西亚的货币单位)计算的吗?”我问道。布迪点头确认。“在 1995 年，你们打算把你们的借款转换成美元?”我连忙追问以避免布迪岔开话题。“是的。”布迪说。“为什么?”我问。“因为便宜，便宜很多。”布迪回答。爱德维科默认地点点头。

“那么，货币风险呢？你们借入美元却又没有美元的收入。如果美元对于卢比升值，那么你借入美元将是赔本买卖。你考虑了货币风险吗?”我继续追问。“没有风险，没有风险！”布迪反击说。“为什么?”“卢比是盯住美元的，这样是不存在风险的。”布迪解释说，爱德维科也在一旁点头。“所

〔1〕 编辑注:作者当时的身份是咨询顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以你们假设这样的交易是没有风险的?""对，没有风险。"布迪表现出对我这个专家证人的恼怒，他对于我在这个基本问题上缺乏金融敏锐性表示轻蔑。

"银行是这样告诉我们的，他们说没有风险。"爱德维科突然插话。"他们说你们可以降低成本，却没有货币风险?"我表示怀疑。这时，莫里森、阿尔比和那个年轻的会计师都在认真地做着笔记。"银行告诉他们没有风险。"莫里森用他的铅笔写下。

奇迹与幻想

20世纪90年代，美国人和欧洲人"发现"了南亚和远东的发展中国家。在早几十年的另一个金融探险时期中，他们也在拉丁美洲有相似的发现。大量的国外投资和借贷资本循着这个发现蜂拥而至，亚洲变成了新的"香饽饽"。至少继上一个"新的香饽饽"之后，它算是。

大量的国外投资和借贷资本循着这个发现蜂拥而至，亚洲变成了新的"香饽饽"。

这个热潮与过去一样以巨大的损失告终，有许多对于借贷的违约。这个发现并没有带来开始所承诺的好处。指责声渐起，通常来自投资者和股东。高管们愤愤不平："在追求诱人的增长期权的过程中，我们依据的是利益相关人的最大利益!"莎士比亚笔下的勃鲁托斯(Brutus)在腓利比[1]说的一句话被大量的文章频繁地引用："世事的起伏本来是波浪式的，人们要是能够趁着高潮一往直前，就可以功成名就；要是不能把握时机，就要终身蹭蹬，一事无成。"不幸的是，在大多数情况下，趁着高潮一往直前并非到达幸运的终点，勃鲁托斯在腓利比被打败了。

人们还是继续前行。有一段时期在清理门户。然后，又开始周而复始、生生不息地循环。在我28年的从业经历中，我亲眼见证了多场拉丁美洲金融危机。在20世纪90年代，亚洲很"热"：观察家们被亚洲"奇迹"迷住了。个中缘由却是个谜。

〔1〕 编辑注：此处引用莎士比亚的名剧《裘力斯·凯撒》第四幕第三场中的名言，但地点不是腓利比，而是萨狄斯附近的勃鲁托斯营帐。此处应系原作者误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚太经济在20世纪90年代增长很快。但这增长大多不可持续。高的储蓄率给分析家们带来了深刻的印象，而政治的不稳定和社会福利体系的不完善也迫使人们把钱藏起来(特别是藏到瑞士银行)。分析家们敏锐地发现了亚洲的增长前景和为投资者带来高回报的潜力。亚洲的劳动力成本很低并且没有劳动法规。大量的自然资源可以在无环境保障的情形下随意开采。没有开发的国内市场让外国投资者蠢蠢欲动。

当然，“问题”还是存在的。增长率和需求的突然提升导致了物价的飞涨。孟买的纳瑞曼商业区(Narriman Point)的商住楼是全世界地价最贵的地方之一，这是国家的自豪。生产效率很低，电话和自来水管道不灵光，交通也很可怕。

一些专家甚至声称已经知道了其中的游戏规则，我还记得其中的一次说教。那位剃着光头、身着黑色皮夹克的专业的金融事务怀疑论者斜靠在香港旺仔一个昏暗的酒吧吧台前，周围全是衣着时髦而又随便的“女招待”，这便是这位大师的“办公室”。他滔滔不绝地讲着，而我则在一旁听着。

“在新兴市场的投资热潮中有几个很明显的阶段。第一个阶段是增长。在这个阶段，你得到很多的国外投资，它们主要被用于重置生产设备。廉价的劳力们为了一点工资去做脏活。你不断地挖掘利润，并且拼命地降低成本。地方政府都解除了管制，因为世界银行告诉它们这样可以吸引国外的投资。政府所有的产业被以很低的价格卖给内部有特权的人或是他们国外的亲信。行政的控制逐渐放松，因为国外的投资者们告诉地方政府这样将创造就业和财富。”大师倾身抿了一口酒。

“在第二个阶段，生活水平侥幸得以提高。当然，大多数人的生活毫无变化。中产阶级越来越多地去麦当劳和沃尔玛消费，房产和股票的价格开始疯涨。越来越多的钱涌入。地方银行开始草率地贷款，而外资银行又草率地把钱贷给地方银行。外资银行认为有政府撑腰，地方银行是不会破产的。投资者冲进来，谈论着‘增长’和‘资产组合分散化’。大家都很兴奋，价格水平也随着财富的源源涌入而飙升。”

“第三个阶段，成本上升到了令这些经济体不再具有竞争力的水平，东西不再便宜了！唉，那些资本家商队必须继续前进。所有东西都定价过高。政客们无畏地宣称‘要向价值链上游进军’，他们开始提出雄心勃勃的倡议——造世界最高的大厦，造世界最长的建筑，在一个没有入海口的国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家造一个新港口，在两个不存在的城市间建跨海大桥，或者干脆就建一个新的城市！当地人对任何批评都感到愤怒，每一个人都想摆脱作为一个新兴市场国家的耻辱。谈论'亚洲人的世纪'、'亚洲的价值观'成了新时尚。"

"价格完全不合乎理性，你买一样东西只是因为你认为明天可以以更高的价格卖出。你被无休止的升价套牢，恐惧和贪婪主宰了金融市场。你的贪欲无休无止，害怕自己会错过大好的机会。国外的投资者们变得越来越目中无人，他们以为自己穿上了防弹衣。在这个世界，经济的基本面不再重要。"大师突然停了下来，环顾四周看有没有人在注意自己。然后他又往后倚了倚，苦笑着做了一个熟练而夸张的手势，"当然，接下来什么都完蛋了，一切都崩溃。"这是 1995 年的一个晚上。而在 1997 年，热得发烫的亚洲突然熄火了。

其他的预言家散布了更多在全世界流传的投资名言。"如果你到了一个国家，并发现豪华的轿车正等着载国外投资者和他们的投行家们去五星级酒店，那么一般来说这是卖空的好时机。还有第二种屡试不爽的办法，即如果你能花不到 100 美元就买到一顿不错的晚餐和一个年轻迷人的小姐的一夜，那么是离开的时候了！"

银行家和交易商们曾是亚洲繁荣的热情的拉拉队。这些银行家都是凯恩斯主义者。凯恩斯认为在一个选美大赛中，你认为谁会胜出并不重要，重要的是评委们认为谁会胜出。在金融领域，这意味着你只需要关心能不能找到下一个比你出价更高的买家。银行和交易商们对亚洲所有行业的前景感到乐观。他们通过向那些判断亚洲经济很"热"的投资者们发行股票和债券，而这又反过来推动了经济的热潮。他们为热切的国外投资者代理证券交易，收取佣金。

而接下来亚洲的繁荣和传奇出现了拐点。金融产品中加入由致命的债务和贪婪调成的鸡尾酒。金融衍生品在发展中国家出现已经有些时日了。20 世纪 90 年代，交易商就把这些产品引入到亚洲，但亚洲的企业和投资者还不习惯用他们的算盘来计算这些他们根本不了解的复杂的交易。渐渐地，这些炫目的金融产品吸引了印度尼西亚人和其他一些国家的人。而几年以后的现在，律师和会计们（我也紧随其后）在收拾这场不可避免的灾难的碎片。窍门就是保证在下了高赌注的抢椅子游戏的音乐停下时，你有一个座位。

这些炫目的金融产品吸引了印度尼西亚人和其他一些国家的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一连串的罪行

会议还在继续着。“你们做了第一笔货币互换，把你们卢比的借款换成了美元?”我问。布迪点点头。

“啊，互换？或许我们的专家会不吝为在座的门外汉们说明一下这个复杂的金融交易?”莫里森说道。于是，我开始以我自认为是详尽、细致且又易于理解的方式对“互换”做起了介绍。其间，我发现很多人的目光开始变得呆滞，而那些印度尼西亚人的目光也呆滞起来。当然，他们一定知道互换是什么吧？他们已经实践过好几次了。

“我认为理解它的最好方式是把它想象成一种交易。OCM 有以卢比计算的债务，正常情况下他们应该用卢比向他们的印度尼西亚贷方支付利息和本金。而在互换中，交易商承担了支付这些卢比的义务，OCM 则要支付一系列等价的美元利息和本金给交易商。这意味着 OCM 不再有任何以卢比计价的付款义务了。实际上，等于 OCM 借了美元。”我做了一个愉快的表情结束了我的演讲。

“精彩，非常清晰！听听专家的见解总是会很有帮助的。”莫里森看起来并没有完全理解互换的意思，“但是，为什么要做互换呢?”他问。这时，布迪又插嘴回答说：“因为更加便宜，比我们直接借入美元便宜。”他说话时的口气好像四周坐的都是金融的外行。“银行建议我们这么做的。”爱德维科也加入进来。莫里森重重地叹了一口气。

“这是 OCM 参与的第一宗衍生品吗?”我继续。“是的!”布迪回答，“我们了解衍生品，我们研究了市场。”“银行建议我们这么做的。”爱德维科纠正布迪。

“然后你们重新调整了这个货币互换，是一种叫做延期重置(arrears reset)的互换?”我继续理清灾难发生的时间顺序。“这是印度尼西亚最早的一笔延期重置互换，银行告诉我们的。”布迪似乎对于他的开拓性努力非常满意。莫里森清了清嗓子，我敢肯定他又准备要问我对于延期重置互换的专家意见了。

“在最初的互换交易中，OCM 付给交易商以美元计算的 LIBOR(伦敦同业拆借利率，货币市场中银行之间对于流动资金的拆借所支付利息的最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要的一种参考利率)是在每 6 个月的开始设定好的,就像其他任何普通的利率。在延期重置互换下,OCM 仍然支付美元计算的 LIBOR,但是这个 LIBOR 是延期的:它是在每 6 个月的末尾设定的。事实上,它是在支付前两天才设定的。其中,这笔互换的安排是 OCM 支付减去 40 个基点(即每年 0.40%)的以美元计价的 LIBOR。"我解释道。"是的,是的,更低的成本。我们得到了更廉价的资金,节省了 40 个基点。真是便宜的钞票!"布迪的激动溢于言表。"银行建议我们的。"爱德维科迅速地补充。

"银行给我们做了一个很详细的报告。他们说美元的收益曲线非常陡峭,而要从陡峭的曲线获得收益就要用延期重置互换。"爱德维科突然兴奋起来,"银行认识格林斯潘,还和他打过网球。"我那时一定看起来很惊讶。"银行建议我们这样做的。"爱德维科想起了正题,黯然答道。

我翻了翻我的笔记,说:"然后,你们又终止了延期重置互换。""见利抛售,见利抛售!"布迪打断我,"美元的收益率曲线变平了,我们见利抛售了。"

我可以想象发生了什么,那些交易商愚弄了这些容易上当的家伙。OCM 参与延期重置互换,然后美元的利率改变了,于是交易商就打电话告诉这些人如果终止交易他们会支付企业利润,企业很欣然地接受了。这真是天上掉下的馅饼。

我可以想象发生了什么,那些交易商愚弄了这些容易上当的家伙。

这与生产面条之间的关系是个谜。我已经看过 OCM 的账目,这家公司看起来并未赚钱,虽然他们曾经赢利。雄心勃勃的扩张计划和为筹措资金所承担的贷款已经吃掉了这个公司的利润。如果你把这笔互换带来的收益拿走(卢比的利率是 12%,而美元的是 6%),那么 OCM 是亏损的。这笔互换带来的奇怪收益一定有所帮助。

而这些交易商也非常乐意帮助布迪和其他 OCM 的家伙。他们从与 OCM 的交易中获得了不错的利润。派对才刚刚开始。

有一段时间,我[1]和尼禄(Nero)一起工作。尼禄是意大利后裔。他的真名并不是尼禄,这是他的绰号,这说明了他帝王般的架子和专制的管理风格。尼禄负责销售并且有一次向我传授了销售的精髓。"老弟",他说,以此俯就年轻员工,"先让那家伙得利,蝇头小利而已,他就上钩了。然

〔1〕 编辑注:当时达斯是金融衍生品交易员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，你就收线，要非常慢，这样才能钓上大鱼。”

这个建议一针见血。我处理的客户每次都会掉进这个陷阱。他们开始交易，他们开始赚钱，然后他们不断光顾以索取更多。到后来即使亏钱，他们也还继续光顾。尼禄是人的本性明智的鉴定者。

布迪和 OCM 当然受了骗。他们开始把“复杂的金融交易”（用莫里森的话来说）当作轻而易举赚钱的途径。至少是比面条生意更容易赚钱，或者说当时看起来可能如此。

我已经理清了交易的次序。接下来，OCM 进行了一宗互换交易，来固定其美元支付成本。交易商已经告诉 OCM 他认为美国的利率将会上升，于是 OCM 就参与了这个互换交易来锁定自己的利息成本。而在一进一出之后，他们有了更多的钱。布迪和爱德维科无疑成了 OCM 中的传奇人物。然后，倒霉的事儿接踵而至。

（OCM 决定参与一次复杂的互换——双升互换（double up swap）。OCM 将在接下来的五年中以固定的利率支持美元。问题是收益率曲线很陡峭——“五年期的利率远远高于六月期的利率。这意味着 OCM 的借贷成本将会更高。当然还是比借卢比便宜，但却比他们持续地以六月期的利率借入美元更贵。为了使成本降低，OCM 下了一个很大的赌注。具体来说，如果美元利率上升，那么固定利率将自己转变为浮动利率；而如果美元利率下降，那么这个交易将会在数量上翻一倍。简言之，OCM 的交易就不再是 3 亿美元了（原来互换的金额）而是 6 亿美元。

我反复看着这个交易的条款清单。我简直不敢相信！交易商（一家以产品“创新”闻名的大型美国投资银行）里的伙计们一定激动得喝酒欢庆，在这笔交易中他们的利润应该是高得惊人的。

按照最初的互换协议，OCM 是以美元借款。新的互换交易意味着尽管 OCM 最初的美元借款的利率成本是固定的，但是如果利率上升，OCM 的借款将重新回到以浮动利率计息；换句话说，他们失去了固定住自己借贷成本的保证，而这恰恰是他们最需要的。另一方面，如果美元的利率下降，则 OCM 将要借入比原先多一倍的美元债务，并且这些债务的利率是相对较高的，因为美元的利率下降了。在美元利率上升时，OCM 得不到保护；当美元利率下降时，他们又分享不到低息成本的好处：这真是有趣的买卖。

更糟的是，这笔交易中巧妙地隐藏了一个货币期权，而 OCM 已经暴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露在货币风险之下了。OCM 把自己的借款转换成了美元，如果卢比相对于美元贬值，那么他们就完蛋了。这个新的交易意味着如果美元利率下降，他们的货币风险头寸将是 6 亿美元而不是原来的 3 亿美元，而第二笔 3 亿美元债务的汇率将固定在原先的水平之下。这意味着，OCM 不但借入了更多的美元，而且他们将在一个人为抬高的汇率水平下进行支付。如果情况是这样，OCM 不会简单地死，而是要先绞死，再剖肚挖肠，最后大解八块。

我继续为众人梳理交易结构。布迪的态度首度看起来有所缓和，他不再自夸那独一无二的“创新”交易。“很有趣，”莫里森若有所思地说，“但为什么?”为什么？看起来 OCM 或者说布迪参与这个交易是因为他使得 OCM 以更低的成本借入了固定利率的美元。而这个低的成本其实只不过是 OCM 卖给交易商期权的一点回报而已。OCM 卖出了美元利率的期权和卢比/美元汇率的期权。OCM 把它的未来丢给了它不能控制的因素，只有神能把它从它自己的愚蠢中解救出来。最后，奇迹没有发生。

结局的开端/开端的结局

1997 年 7 月，正如大师所预言的，亚洲繁荣的局面开始改变了。泰铢迅速地贬值。泰国的中央银行动用了泰国全部的外汇储备想把泰铢维持在原先约定的汇率水平上，但最终承认失败了，并放任泰铢自由浮动。泰铢似乎经不起风浪，它并不浮动，事实上，它看起来似乎没有得到任何可凭借的支撑，迅速沉底，并在大约数天之内跌到了原价值的一半。交易员们开玩笑说这不是新兴市场而是沉没市场。

投资者们此时开始重新审视自己投资的价值。被吹捧为世界最佳资本猎手的魅力型公司结果被证明是没有利润、没有现金流、没有价值的。它们大多数只是资本投机的载体。投资者开始卖空，但这有一个大问题——没有买家。音乐结束了，而抢座游戏里的所有座位都被牢牢占据了。

被吹捧为世界最佳资本猎手的魅力型公司结果被证明是没有利润、没有现金流、没有价值的。

韩国圆、马来西亚林吉特和菲律宾比索也相继遭受惨重打击。即使是亚洲人眼中令人敬畏的城堡——香港和新加坡——也深陷危机。印度尼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西亚卢比？它简直要消失了。印度尼西亚中央银行试图固定货币的波动范围，卢比兑美元的比率大概是 2 000：1。而在危机中，卢比的价格直线下跌，刚开始时在8 000：1 找到了自己的位置；稳定了一段时间之后，又自由下落，并在收复到10 000：1 前一度掉到了12 000：1。

OCM 完了。这个危机让艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）——美国联邦储备委员会的主席，不得不采取降息来支持整个金融系统。美元利率的下跌和卢比的贬值预示着 OCM 末日的到来。

交易商动用了期权，使得这个互换的价值翻倍。OCM 现在欠交易商6 亿美元，并要在交易期到来前的三年里支付固定利率的利息。OCM 原先借了12 000亿卢比（6 亿美元乘以卢比兑美元的比价2 000）。在新的汇率下（卢比：美元＝10 000：1），OCM 将要偿还60 000亿卢比（6 亿美元乘以卢比兑美元的比价10 000）。单从货币层次上来说，OCM 就损失了48 000亿卢比（60 000亿卢比减去12 000亿卢比），这大概相当于 4.8 亿美元（48 000亿卢比除以卢比兑美元的比价10 000）。而实际损失更大，大概接近 5.5 亿美元。

这些数字后跟的“0”太多了，以至于我在用计算器计算这些数字时都觉得很不方便。这是相当多的钱，可以买很多很多的面条。OCM 没有这么多钱，或者说得更专业一些：这笔亏损超过了 OCM 的总资产。而交易商一定非常焦虑，不是因为 OCM 的命运，而是担心它没有能力偿还债务。

交易商内部的电子邮件系统此时一定疯狂地传递着信息。“这笔交易的信用风险大到难以接受，必须马上处理。”因为外部环境的变化，信用部希望交易马上终止。这么做将引发立即向 OCM 索要所有应付款，信用部门在和交易员算旧账。

而交易员却有不同的关注点。他们已经提前拿到了这笔交易的收益（因为一种有趣的规矩：盯市结算）。不幸的是，由于投资银行的落后管理，交易员在第一年不能分享利润。其中的一些利润被推迟了，并且在三年以后才能兑现。如果交易被终止而 OCM 没有能力偿付债务，那些推迟的收益就没有了，这将是失败的交易。所以 OCM 至少要生存到交易员们拿到他们的巨额提成为止。这些交易员在从他们的前一个雇主那里集体跳槽来时是有分成条件的（传闻说是 30%）。

于是交易员又和 OCM 商定了一个新的交易，其创新度达到了一个新的水平。在这个新的交易中，原先那个交易被取消了，OCM 不用支付任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本，一个新的互换取而代之。新互换的本金是 6 亿美元。在未来三年中，OCM 将支付固定的美金数额：每月 400 万美元。作为回报，交易商将支付 OCM 一定的金额，计算公式如下：

$$\text{Max}[0, NP \times \{7 \times [(LIBOR^{2} \times 1/LIBOR) - (LIBOR^{4} \times LIBOR^{-3})]\} \times (1\text{个月中的天数})/360]$$

其中：NP=6 亿美元，LIBOR=6 月期美元计价的 LIBOR 利率。

金融工程学令人晕头转向，但是你只需抓住一个问题。如果你算算这个代数式，你会发现这个复杂的方程总是等于 0。这个交易商从未付过 OCM 一分钱，而 OCM 却要每月付给它几百万美元，整整三年。这显然是有意而为的。

可以说，这就是这笔交易，一个“扩展”的期权。并且，交易商可以在交易到期时单方选择再追加三年，这样的选择每三年重复一次，直到 30 年的上限为止。“这是同类交易的惯例吗?”莫里森询问道。我否认了这一点，我从未看过这样的合约。“它的唯一目的看起来似乎是想要掩盖这个交易商将会持续地延长这个交易直到 30 年期满为止这一事实。OCM 将用 30 年的时间采取月付的形式支付它在最后一次互换交易中损失掉的全部本金和利息。”“有趣!”莫里森说。

“这不就是一个变相的贷款吗?”安德鲁斯，这个会计师事务所合伙人终于结束了他整整一上午安静的旁观开始说话了。我表示同意。“有趣，太有趣了!”莫里森不断地记着笔记，他的铅笔现在应该已经很钝了。爱德维科和布迪在一旁阴沉着脸一言不发。我看他们未必认为这场交易很“有趣”。

OCM 预付了头三笔款项，这是交易的条款之一。公司大概动用了它所剩的所有现金来凑齐这些钱。然后，它开始停止支付。交易商终止了交易并起诉 OCM，要其归还欠款——大概 5.4 亿美元。这就是我们来这里的原因。

OCM 联系了很多律师。各大律师事务所都拒绝担当它的法律代理，声称有利益冲突。一些律师事务所似乎已经担任交易商的法律代理了。但即便不是针对这个案例，似乎也存在利益冲突。这些律师事务所是担心引起潜在的利益冲突。这很明确——他们不会站到大投行的对立面上，因为这有碍未来赚大钱的机会。

只有路可·路可公司公司愿意做 OCM 的法律代理。莫里森是这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司一位创始人的后代，而该公司似乎专长于海运领域，尤其是晦涩难懂的“船舶抵押契据”领域。这次的案子是路可·路可公司历史上最大的一桩。莫里森向我保证他们公司的强项就是诉讼案件。而官方公司基勒姆·比勒姆(Killem & Billem)公司按照那家美国交易商的指令行事，正暗地里企图给予对方致命一击——他们在想办法草草判决。

已知的和未知的

在走回宾馆的路上，我反复思忖这一局面。我们知道些什么？我需要知道什么？而我又知道了什么？我究竟在做什么？

在伊拉克战争期间，美国国防部长唐纳德·拉姆斯菲尔德曾经轻描淡写地说出了我们该如何去理解现代的世界。有些是“已知的已知”，也就是那些你知道你知道的事情；有些是“已知的未知”，就是那些你知道你不知道的事情；然后还有些“未知的已知”，就是那些你不知道你知道的事情；最后，还有些“未知的未知”，就是那些你不知道你不知道的事情。这句话也非常适合用来描述金融衍生品这一行。衍生品专家们每天都要和已知和未知的混合体打交道。不管是已知的未知，还是未知的未知都滋生了恐惧和怀疑。而已知则成了贪婪的同义词。甚至在国防部长做出那个精辟的总结前就已是如此。他们始终不知道自己知道——这是未知的已知。

衍生品是已知的已知——大家都知道它们是 WMD(大规模杀伤性武器)。

衍生品是已知的已知——大家都知道它们是 WMD(大规模杀伤性武器)。别忘了，大人物沃伦·巴菲特(Warren Buffet)曾说过：“它们无疑是存在的。”在金融史上，运用大规模杀伤性武器的后果比比皆是——宝洁公司(Proctor & Gamble)、吉布森贺卡公司(Gibson Greeting Cards)、橘子郡(Orange County)、长期资产管理公司(LTCM)。一个已知的未知是为什么人们要使用这些 WMD(大规模杀伤性武器)？他们能得到什么？这确实是已知的未知。

未知的已知亦是不言而喻的。衍生品是个关于贪婪和恐惧的简单的例子，客户用这些衍生品工具来赚钱(贪婪)或者用它们来保护自己免遭亏损的风险(恐惧)。他们常常会混淆两者。客户很担心他们会错失可能的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发财机会——害怕自己错过贪婪之机。交易商们也用这些工具来赚钱，当然主要是为了他们自己（贪婪）。他们频繁交易这些大规模杀伤性武器，因为他们害怕如果他们不这样，则他们的竞争者会占了先机（恐惧）。看起来，他们也害怕错过贪婪的收益。交易商们还害怕在衍生品交易中，他们的贪欲会导致亏损（更加恐惧）。在衍生品行业里没有人愿意承认这一点，特别是向监管者和政客们承认这一点，否则这些人会采取相应的措施（这是所有其他恐惧的总和）。

而那些未知的未知就更令人费解了，可能有很多未知的未知，但没有人知道它们，当然至少是现在还没人知道。

不可靠的记忆

莫里森安排了一次和那家交易商的“没有偏见”的会晤。我猜想他真正的目的是想向对方投降并乞求他们的怜悯。为了以防万一，我找出了莎士比亚的《威尼斯商人》中鲍西娅关于“慈悲的品德”的一段台词[1]。这不是我作为一个专家证人应有的信条，但谁知道呢，兴许它会派上用场。

我们在金丝雀码头（Canary Wharf）的一幢现代办公大楼的大厅里集合。这里曾经是伦敦破旧的码头区，现在这块区域仍然到处都是耗子并且充满了污言秽语。只不过由交易员们取代了东印度来的船和水手。这里戒备森严，我们被护送进了会议室，接待方已经在那里等着了。他们中有内部律师：三个从伦敦公司来的律师，由路易丝（Louise）领导；一个从纽约总部过来的内部律师（据他自己称，他到此的目的只是“旁听”）。还有外面的律师——两个基勒姆·比勒姆的合伙人及两名助手。

〔1〕 编辑注：指的是《威尼斯商人》第四幕第一场中，当夏洛克问：“为什么我应该慈悲一点？把您的理由告诉我。”鲍西娅做了一段经典的回答：“慈悲不是出于勉强，它是像甘霖一样从天上降下尘世；它不但给幸福于受施的人，也同样给幸福于施与的人；它有超乎一切的无上威力，比皇冠更足以显出一个帝王的高贵；御杖不过象征着俗世的威权，使人民对于君上的尊严凛然生畏；慈悲的力量却高出于权力之上，它深藏在帝王的内心，是一种属于上帝的德性，执法的人倘能把慈悲调剂着公道，人间的权力就和上帝的神力没有差别。所以，犹太人，虽然你所要求的是公道，可是请你想一想，要是真的按照公道执行起赏罚来，谁也没有死后得救的希望；我们既然祈祷着上帝的慈悲，就应该按照祈祷的指点，自己做一些慈悲的事。我说了这一番话，为的是希望你能够从你的法律的立场上作几分让步；可是如果你坚持着原来的要求，那么威尼斯的法庭是执法无私的，只好把那商人宣判定罪了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易商方面还有几个人到场，由总经理马克·内维菲尔(Mark Never-fail)领头。他名片的第二行写着“全球市场负责人”。无疑内维菲尔是负责人，非常重要的人物。内维菲尔还带来几位同事：有亚洲市场的负责人，有与OCM交易有关的交易员和新加坡营业部的负责人。销售员里奇(Richie)也在场，是他安排了所有和OCM的交易。他是印度尼西亚人，负责该银行的印度尼西亚市场并曾经和布迪是大学同学。我们在人数上处于绝对劣势。投资银行总是团伙狩猎，我们将成为他们唾手可得的猎物。

我曾经在Google上搜索过内维菲尔，他是美国东北部一个历史悠久的豪门家族的后裔，拥有一所名声赫赫的大学的MBA学位。内维菲尔确实有完美的衍生品行业资历：曾在两家顶尖的衍生品交易公司中工作过。说到这点，你必须非常精明。

会议室里的气氛确实很冷。“我想该来的人都已经来了，”路易丝开了个头，这里不存在令人愉快的友好气氛。最先进的摩登座椅坐起来很不舒服，我认为会议不会持续很久。

“对，我们开始。让我听听你们有什么要说的，我没空为这档子事情烦心，我很忙。”内维菲尔说道。作为主方的头号人物，他开始设定范围。

莫里森清了清嗓子，他在会前就削好了铅笔。“非常感谢你同意与我们会谈，”他慢条斯理地说道：“这起诉讼的起因即这些交易，是我的当事人在可疑的情形下参与的。我的当事人在金融方面不是很有经验，他们听信了银行的话。看来这些交易对我的当事人来说是很不合适的，也没有实现他们寻求的目标……”莫里森还没进一步展开，内维菲尔就予以了驳斥。

“狗屁！净他妈扯淡。你的当事人自己选择参与这些交易。”内维菲尔向辩护方摇动着手指以示控诉，“我们已经提供你们当事人关于交易的信息，他们完全了解交易的性质。他们签的免责声明里也明确说他们不是依赖我们的，明确说他们知道这个交易的风险，他们签了协议，也签了他妈的确认书，签了该死的所有文件。我们已经合作多年，他们知道他们在做什么，他们也意识到了风险。你说的都是他妈的废话。”他身边的交易商代表们点头表示同意。

我很怀疑最脏的字眼会不会出现，结果我没有等很久。“操，你的当事人撒谎！就这家公司而言，要么你的当事人尊重交易员，要么我们采取所有可能的行动强迫他们执行。我的态度够明确吗？”内维菲尔严厉地盯着莫里森，然后盯着印度尼西亚人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爱德维科和布迪的脸色惨白，我们的“四大”的会计师们也被这强硬的话语震住了，也许他们此刻需要一杯浓茶定定神。里奇是绞死人的团伙中唯一看起来很不自在的，他要是再敢回到印度尼西亚，肯定会有人悬赏他的脑袋。我完全记不起“慈悲的品德”里的内容了。莫里森看起来完全不受影响，出人意料地镇定地回视内维菲尔的目光。他又清清嗓子。“谢谢，谢谢你坚定而清晰地表明了贵公司的态度，”他顿了顿，看看自己的话的效果，“但事情不像你描述的那么简单。”这时内维菲尔张开了嘴巴，第二波激烈的长篇演说又蓄势待发。但是莫里森不准，他做了一个挥手让犯错的仆从走开似的手势厉声说道：“谢谢你，先生。我们都已经听到了你说的话。现在该轮到我来表明我们的态度了。而你，先生，应该听着。”内维菲尔的脸变得通红，他肯定从小到大都没听过有人这样对他说话。他的同事看来对于这个意想不到的事态变化感到窃喜。

“如我所说的，我的当事人是签了这些文件。它们看上去也确实表明我的当事人完全了解了关于这笔交易的知识。而事实上，这是完全错误的。他们信赖你们公司，特别是，他们信赖你们员工的描绘。”他说这话时，眼睛直直盯着里奇和那个亚洲市场的负责人，而他们两个都显得很不舒服，极力避开莫里森的目光。

“我说过‘描绘’这个词吗？我的意思是，我们断言这些描绘是歪曲——最复杂的一种歪曲。事实上，就其行为的性质而言，我冒昧地说，可以视为欺骗。在交易中，我们双方并没有平等对话，这是我的当事人申明放弃交易的原因。我的当事人是在和一个声誉卓著的金融机构交易，你公司的专业知识和技能都远远高于我的当事人。非常不幸的是，我们发现你公司里有些人——可能是一些无赖——滥用了这些知识，并且利用了我的当事人在金融市场上的无知。不幸的是，我的当事人毕竟是属于面条行业的，他们不是那些操纵复杂工具的金融市场参与者。他们完全遵照了你的员工提供的指导和建议。”

“你们公司的运营是受到权威的金融服务管理局(Financial Services Authority，FSA)监管的，这点不需要我提醒你。似乎得提醒你们，有一条要求就是经 FSA 授权的银行及实体要遵照明确规定的规范。你应该记得这些规范中有一条是‘合适性’原则。简言之，你公司有责任保证你们向我的当事人推荐的交易是符合他们的要求的。而很明显，这些交易对于我的当事人来说并不合适；如果它们合适的话，我们就不会在这里。事实很简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单，你的员工卑劣地利用了我当事人的无知和信任来为他们自己牟利。”这一刻，屋里的气氛有一些混乱。

莫里森继续他流利的演说：“先生，我只是一个不熟悉金融的律师。然而，这个案例让我想到了其他一些相关的案子。我想起了与你公司的一些员工先前受雇的投资银行有关的案子：宝洁公司、吉布森贺卡公司、柠檬郡。”事实上是橘子郡，但是谁在乎呢？莫里森现在控制了局势。内维菲尔看起来非常惊讶，而他的法律团队，包括来自基勒姆·比勒姆的合伙人都在低头找着闪光的玻璃桌面上的瑕疵。里奇？他此刻一定希望这件事根本就没发生过。

“以我的理解，某些监管机构将针对这些案子中明显存在的某些兜售行为对有关公司提起公诉并处以巨额罚款。先生，简单地说，就是他们有办事规则。”很显然，莫里森对于会议桌对面的人群中的不安感到十分的得意。

“我们在考虑，要不要把这件事送到法庭上，让法官们知道你们公司及员工们的操作行为。”他顿了顿，用一种近似舞台上的高声耳语狡猾地补充道，“我敢肯定有很多监管者，不管是在这里还是你的祖国，都会对你们的争议很感兴趣。我还敢说《金融时报》会发现这件事的某些方面很有趣而且很有新闻价值。”内维菲尔的脸色苍白，而那个亚洲市场负责人看起来就像噎住了一样。我很想知道他们是否知道鲍西娅的演讲。

很少看到令人尊重的内行专家们有这样极端恶劣的行为或谎言。

莫里森的演讲渐进尾声。“在我的职业生涯中，很少看到令人尊重的内行专家们有这样极端恶劣的行为或谎言。这是对于我们生活的黑暗年代的猛烈的控诉。”看来我要好好翻翻字典查查“极端恶劣”和“谎言”了。爱德维科和布迪此刻脸上露出了微笑，他们根本不懂这两个词的意思，但他们不在乎。

“我们抱着调解的态度，试图消除一个明显的误会。而我现在不得不很痛心地说我们良好的愿望完全用错了地方。”他看了看内维菲尔和那些来自基勒姆·比勒姆的法律顾问们，“我想就这样吧。”他站起身来，我们也跟着站了起来。“谢谢你们的时间。”莫里森向路易丝微微一笑，她脸色苍白地回笑了一下。我们跟着莫里森走出了会议室。

这真是不同寻常的表演，几乎要令我相信 OCM 真的像莫里森说的那样无辜。我开始理解为什么这个小国曾一度统治这个世界上广阔的领土

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而又鲜有人能征服它——因为有莫里森和他的同胞们的存在。我完全低估了这个人，这个世界总是充满了未知的未知。

在大楼的外边，我们辩护方又重新聚集。“进展顺利，你不觉得吗？”莫里森看起来很满意。我不敢肯定，我被莫里森丘吉尔式的演说鼓舞起的信心开始消退。交易商仍将要求最终的审判。OCM 签了所有文件的事实并没有改变，我们的压力一点也没减轻。“一次只能做好一件事，小伙子。”莫里森看来对这件案子的前景充满希望。

我想起一个无疑不足凭信的律师的故事。一个刑事被告对于他的律师对警方目击证人的猛烈反诘印象深刻。“我们干得很棒。”这个被告对他的律师说。“我干得很棒，”这个律师迅速恢复过来，“你将要坐 20 年牢。”

最终的判决

等待听证会的日子到了。交易商要求最后的判决，简言之，他们在要求法院强制执行那些已被签署的文件。现在轮到 OCM 向法院证明它对于自己的辩护申明有充足的证据。

我日夜赶工完成的一本厚厚的专家报告是此次审判辩护词的一部分。多年的经验告诉我，专家报告的页数是很重要的。在一个奇特的年代，专家必须对法院负责，而不是他们的当事人。他们必须保持中立，对于研究范围之内的事务必须具有不带偏见的专业观点。这显然是不可能的，因为专家团实际上是由双方雇佣的。而真正的目的也很明确——给对方致命一击。对于专家的另一种解释是妓女——他们被雇来勾引法官。

即使 OCM 签署了所有文件，我也相信法官不会注意不到交易商的罪行。

我们的听证会是那天的第一个案子。快到 10:00 的时候，莫里森出现在我的视野中。和他在一起的是一个戴着假发、披着斗篷的年长律师——斯图亚特(Stuart)资深大律师！我走向他们，心中有些紧张。“他们撤销了要求最终判决的申请，我早就告诉了你没有什么好担心的。”莫里森心情不错。

他们为什么要撤销起诉？这完全不可理解。“我也不知道，小伙子，”莫里森耸耸肩，“对了，你的报告很有帮助。”说着他就和斯图亚特资深大律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师一起走开了。当我从最初的震惊中缓过神来，心中充满了深深的疑虑，这只是一个缓刑，我们在听证会中肯定会败诉的。

第二天我在机场等待返回澳大利亚的班机。OCM 的两个印度尼西亚人也在，而且恰巧和我是同一架飞机。他们会在新加坡转机去雅加达。

爱德维科和布迪的心情都不错。从他们的行李判断，他们还花了一天购物。“我们赢了！”布迪叫道，表明他对其法律地位的深深陶醉。我从咬紧的牙关中挤出一丝微笑；无论是对于那家交易商还是这家面条公司，我都没有好感。

在飞机上，我的心情变得更加糟糕。我在经济舱而那两个印度尼西亚人却在头等舱。对于一个在破产边缘的公司的两位丢脸的执行官来说，他们做得已经很好了。这为什么触动了我的情绪呢？

在我无意中涉足衍生品交易的时候，今天的很多交易员还没有出生。我在这个交易员、钞票和枪的世界里待了 25 年。交易员和钞票的意思再清楚不过了，而你绝对再找不到一种比衍生品更加有威力的金融武器了——它们是交易界的大炮。那么律师呢？我花了很多时间和律师一起来探寻一些怪异的衍生品交易。

我是怎么成功的？我只是追逐钞票。我经受住了金融市场的潮涨潮落。刚开始时，我并不十分了解衍生品。我是怎么成功的？这是一个很长的故事，以下会慢慢道来。这碰巧也是个关于衍生品交易的起源与规则的故事——它的“已知”和“未知”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 金融界的大规模杀伤性武器

——衍生品之蛊惑

2003年，有一场针对金融衍生品——这个所谓的金融界大规模杀伤性武器的辩论。我整天的工作面对的便是这些金融衍生品，但我丝毫没有意识到我用到的是“大规模杀伤性武器”。而那些印度尼西亚人很可能会同意对衍生品如下的定义：当从事衍生品相关交易时，最好穿上特殊材质的外套保护好自己。这场辩论发生在美国两个资本巨头——沃伦·巴菲特与艾伦·格林斯潘之间。沃伦·巴菲特是伯克希尔·哈撒韦(Berkshire Hathaway)集团的主席，实质上这是一家投资公司。巴菲特传奇性的挑选股票的才能使他声名远扬。但是，要知道，巴菲特成为偶像人物靠的是一种极其简单的智慧——美国原生态的智慧。

众所周知巴菲特以下的名言：“我们烹制的东西得我们自己吃下去”；“只有当潮水退去时，方能知道谁在光着身子游泳”；“从后窗玻璃看到的远比从前面的挡风玻璃看到的更为清楚”。巴菲特团队恭敬地遵循着这些名言警句。他的每年一度的《致股东信》被当作圣文。伯克希尔·哈撒韦公司的年度会议，这个由虔诚的皈依者参加的宗教性极强的聚会，被认为是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“资本家们的”伍德斯托克(Woodstock)音乐会”[1]。巴菲特被誉为“奥马哈先知”。

2003 年，巴菲特对衍生品发起了攻击，称它们是“金融界的大规模杀伤性武器”。他还参加了由一些著名人士发起的改革运动。另外一位志同道合者是比尔·格罗斯(Bill Gross)，他管理着太平洋投资管理公司(PIMCO，是世界上最大的投资管理公司之一)数量庞大的固定收益型基金。他们似乎抱怨，衍生工具合约的潜在亏损最终会显现，而那些用衍生品进行交易的银行和保险公司将会受到影响。他们担心衍生品会让一些公司和投资者有可能用公众的钱参与赌博投机。我曾经天真地认为，用他人的钱财进行投机赌博也是资本主义社会不可或缺的一部分。

由于这些句子非常吸引人而且是巴菲特的话，因而迅速被媒体传播。巴菲特的攻击使得衍生品交易商们措手不及，他们担心这会引起其他人，尤其是监管者的关注。如果对衍生品交易出台新的规章制度怎么办？衍生品交易大厅里简直炸开了锅，但是他们不需要如此担忧。

要知道衍生品交易的主要支持者是艾伦·格林斯潘，美联储(实质上也就是美国央行)的主席。他的责任是确保金融系统的完善和银行系统的稳定。美国央行首当其冲作为衍生品交易的支持者让人感觉非常奇怪。

艾伦·格林斯潘自 20 世纪 80 年代末期开始接任保罗·沃尔克(Paul Volcker)的职位。沃尔克在任时采取了颇不受欢迎的高利率政策，而该政策过后被证明对于打击通货膨胀是非常成功的，尽管它带来了抵押品的损失，当时整个美国的存贷部门都不幸沦为牺牲品。但是高利率开启了一个“美好年代”—— 一个低通胀、低利率、股价上涨的时期。艾伦·格林斯潘主席发现作为掌舵者，自己驾驭的船已驶向平静海域。正如伍迪·艾伦(Woody Allen)所说，生活中 80%的成功都是在恰当的时机出现的。“艺术大师”[2](格林斯潘的外号)对时机把握得准确无误。

爱好打网球和爵士萨克斯风的格林斯潘担任主管期间经历了一个无与伦比的繁荣时期、1994 年债券市场崩溃、几次资产价格泡沫及随后的泡沫破灭。格林斯潘因另两件事而闻名——冗长的句子结构和对新技术的盲目信仰。

〔1〕 编辑注：目前世界上最著名的系列性摇滚音乐节。最早举行于 1969 年，是历来少见铜臭味儿的一次音乐节，标榜“音乐与艺术的结合”。

〔2〕 编辑注：这是格林斯潘的传记作者鲍伯·伍德沃德的说法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林斯潘常规性的国会陈词吸引了许多金融分析家、记者，以及同等数量的语言学家们。甚至连剖析格林斯潘语言的行业都逐渐发展起来。格林斯潘提供了解析他自己语言的指导，“我知道你们相信你们理解了我的话，但我不能肯定你们听到的是不是我的真实含义。”这位艺术大师这样说道。他甚至更直白地说：“如果你认为我说得很明白，那么你就误解我了。”

现在，格林斯潘把他不凡的演讲技巧发挥到了支持衍生品的辩论中来了。曾经，在互联网泡沫的高潮期，他充满激情而又固执地坚持技术对生产力的影响。现在格林斯潘对衍生品的痴情也毫不逊色。

“目前为止，在过去的几十年中，金融界最重大的事件便是金融衍生品的发展和壮大……随着21世纪的到来，银行和非银行机构都要重新审视一下，他们自己的风险管理步伐能否跟得上他们参与的活动，能否跟得上金融市场的发展并相应做出调整。我非常肯定，如果市场参与者继续增加他们对衍生品的依赖来减少风险，他们就能够成功，并且会促进财富的再创造进程。”格林斯潘曾经这样说道。

WMD（大规模杀伤性武器）真的很危险吗？巴菲特是对的么？还是格林斯潘说得对呢？到底什么是衍生品？对于它们我们该知道些什么？这些年来我利用它们干了些什么事情？

WMD（大规模杀伤性武器）真的很危险吗？巴菲特是对的么？还是格林斯潘说得对呢？

校园时代

我对于衍生品的经验开始于我的校园时代。“金融衍生品”的概念那时还不存在，但是我早已碰到过“期权”产品。今天的毕业生一工作就会碰到“衍生品101”，可在当时，期权在金融业务中还很不起眼。

当时有一位年轻的讲师，他毕业于芝加哥大学工商管理研究生院——新兴的金融思想滋长地。曾经有一个年代，核物理学家总是会这样问道：“对此，哥本哈根的观点是什么？”而在20世纪70年代，全球的金融经济学家会问：“对此，芝加哥的观点是什么？”

在芝加哥，尤金·法玛（Eugene Fama）和他的同事们开创了有效市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论。默顿·米勒(Merton Miller)发展了公司的分红、公司借贷及税收的效用等理论。1973 年，在这些令人兴奋的成果的基础上，三位学者——费雪·布莱克(Fischer Black)、迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)以及罗伯特·默顿(Robert Merton)——开创了期权定价模型。斯科尔斯和默顿还因其对经济学的贡献获得了瑞典中央银行奖(经常被误说成诺贝尔奖)。

公司金融这一科目中，有一讲是关于布莱克-斯科尔斯期权定价模型的。我们对于期权没有一丝头绪。最后，有一个人在一次辅导课上问有关期权的问题："期权有什么好处？""它们是用来干嘛的？"讲师在尽力解释这些工具的时候，自己也糊涂了。解释似乎是"期权就是期权"。在进一步的逼问下，讲师告诉我们说："这是很显而易见的，不值得在这里浪费时间去解释期权是用来做什么的。"所以，我们对于一个不甚理解的工具的价值，简直是一团雾水，更别提它们的应用了。之后，在交易室里，在同"宽客"们(一些数量分析师或者说"火箭专家"[1])的交易中，我又发现了同样"病毒"的一些变体。而这些宽客们有些之前都是大学的教授。

那位讲师最后终于报了一箭之仇。在考试中，他给我们出了一道关于布莱克—斯克尔斯期权定价模型的考题，要求我们给一个期权定价。我们都认为没有人会残酷到把如此晦涩的模型作为考题，我们中没有一个人记住了那个该死的公式。

面对一群中国人

就像我们这一代的大多数人一样，我是通过交易衍生品来了解它们的，主要是从犯错中学习。

到 20 世纪 80 年代中期，随着衍生品市场迅速流行，我们需要从事衍生品业务的员工。因为具备衍生品技能的人才很难得，大多数公司都自己培养。因此交易商会采取内部培训项目的形式。我们也需要对一些客户进行培训，这样他们才能跟得上我们的步伐，同我们合作交易。但是我们不想让他们知道内幕——尤其是我们从他们那里赚到了多少钱。我们要

〔1〕 编辑注：rocket scientist 在英语中除火箭专家的本义外，还有一个能胜任高难度工作的专家、内行的引申义，并且是否定含义。此处用的是引申义，因而加了引号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这中间取得一种微妙的平衡。

我称得上是一位好老师，而且常被要求去主持培训会议。内部培训的主要目的是将我们雇用的聪明的、受过良好教育的人变成交易桌上称职的员工。这里的气氛类似于老套的美国兄弟会，还有大学生们喜欢的电影《动物屋》里那种滑稽搞笑的举止。[1] 嘿，他们已经成功了，他们不是已经被享有声望的投资银行录取了吗？赚取七位数的收入只是个时间问题。

但客户们却是不同的。仅仅培训他们是不够的，还得去取悦他们，关键是要与他们建立良好的关系。客户们一般都是公司的财务主管、小银行的总裁、基金的经理等。毫无例外，他们都很礼貌，都有心学习。但是他们唯恐泄漏过多的信息或者和交易商太过亲近。布迪和爱德维科也许就参加过类似的培训项目，但是不清楚他们到底学到了些什么。

我最喜欢的团队是中国的代表团，是的，中华人民共和国。在中国，当时毛泽东早已经去世，邓小平成为最高领导人。现在，富裕成为一件光荣的事情，历史不可阻挡的方向是市场经济。我的老板正不顾一切地打入中国市场——这是最好的香饽饽，所以他们邀请了一群中国银行家，并培训他们。

中国人很守时，很守规矩。他们穿着不合身的套装，很奇怪。这些留着蓬松发型的企业高层代表们给我们带来了不少挑战，因为他们对于金融市场的运作毫无概念，“文化大革命”使得他们对于西方世界所知甚少，他们甚至不懂股权的概念。给这些人解释衍生品的概念，可是一个严峻的挑战，但不幸的是，我必须进展到一定程度。我成为接踵而至的中国代表团选中的培训讲师。

衍生品的概念

在我的课程上，我从不试图追溯衍生品的历史。有些人也许一开始就将讲解衍生品的历史，并追溯到古埃及、汉姆拉比法典，或是远古日本的米

---

〔1〕 编辑注：美国几乎每个大学都有兄弟会和姐妹会，是美国大学校园里最有特色的学生组织。最初是一群学生定期秘密组织在一起讨论有争议的学术问题，有时也会一起喝酒作乐。而在电影《动物屋》(Animal House)中，兄弟会被描绘为派对动物的组织，是个比较腐败的团体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市。但将衍生品归于某个合适的历史时期的努力，常常是收效甚微。在培训课程中，这样的做法会引来怀疑的目光："你在场么?"我学会的另一句不要说的话是："衍生品是非常简单的。"这难免让我想起格鲁乔·马克斯(Groucho Marx)[1]的名言："连五岁的孩子都懂这个，去给我找个五岁的孩子来。"

我很快想出了一套相当标准的快板似的推销陈词。我懂得比观众多——这是作为一个合格专家的唯一标准。我还制作了一些透明胶片(用于投影仪显示文字、图片)——这些都是非常原始的技术，是前 PPT 时期。这样我就可以给那些观众讲解衍生品了。

我经常拿农民来举例子。"假设一个农民有一块土地，他在土地上种上小麦，"我常常这样开始，"该农民为达此目的，花了不少钱。他花钱买地，耕地以备种植。他买种子、播种。他花钱买水、肥料、杀虫剂。而他能否收回成本，完全在于他的庄稼能卖多少钱。这里有两个变量——产量和价格。假如产量是固定的话，那他面临的就只有价格变化的风险。如果价格下降，收入就会减少。一旦价格下降到一定程度，并低于成本，那么他就亏了。相反，如果价格上升，高收入就带来了利润。该农民就得到了意外的收获。但他面临一个非常严重的问题，那就是价格风险。我们能够帮助这个农民做一些事情，减少他的风险暴露吗?"这是一个反问。"我们可以用衍生品来管理价格风险。"然后，我就停下来等待戏剧性的反应发生。

培训班学员们将会变得活跃起来。客户是笨蛋，这正是公司(即他们)赚钱的要点。"是的，我们将揭开这些该死的衍生品的真面目。"另一方面，这群中国人开始鼓掌。我提出一个解决贫苦农民困境的方案，成了一个革命英雄。

"该农民可以出售小麦远期。这意味着，他同某人就以商定的价格出售其未来预期生产的小麦的远期之事达成一致。今天，他们确定下了小麦的价格，那么农民就能够提前确定下他的收入是多少。这位农民就完全消除了未来交易的不确定性。如果未来小麦价格意外下跌，该农民就能够从中获得保护免于此风险。当然，他也不能够从价格上升中获得意外的利润。他被套期保值了。这种套期保值保证了一个确定的价格，确定的收入。这无疑降低了小麦价格波动带给农民的风险。"这种简单明了的描述

[1] 编辑注：美国喜剧演员与电影明星，以机智问答及比喻闻名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远期合约的方法赢得了中国代表团的热烈欢迎。

偶尔会有这样的疑问："怎么会有人愿意购买小麦远期呢?""很简单，"我回答道，"其他的人面临完全相反的风险暴露。例如，一个面包师可能会担心小麦价格会上升，他想对小麦价格上升的风险进行套期保值。"中国代表团对我的回答投以赞赏的目光。

我用同样的方式来解释期权。"但是卖出远期会带来什么问题呢?"我问道，"农民免除了风险，但他同时也失去了价格上涨带来的获利机会。这就是期权为什么产生的缘故了。实质上，农民需要的只是避免价格下降的风险。他可以买进一个看跌期权。一旦价格低于某一水平(也就是低于执行价格)，这时期权的卖方就会支付实际市场价格与期权合约中规定的更高的执行价格之间的差额。这样农民从未来的两种可能中都能得到好处。价格下跌，他能得到保护；价格上升，他更能够从高价中获利。这是一种价格保障机制。农民必须为这种保障支付费用(即所谓的期权费)。"大多数公司的财务管理人员或是基金经理会为保障的成本担忧，但是我们的中国代表团无比兴奋。这简直太神奇了!

"面包师主要是担心价格上涨。如果价格下跌，他就能以便宜的价格买到小麦。如果，他仅仅想免于价格上涨带来的风险，他可以购买一个看涨期权。如果价格下跌，他可以自由的以低价买入。同样，要获得这种免于高价风险的保险，面包师要支付给期权卖方一定的费用。

那么，期权的卖方——即期权的承销者呢? 他面临着价格变化的风险，因为他接受了支付的费用来承担这种风险。他的角色就像一个保险商。卖方也许也有一个潜在的头寸来抵消期权的风险。交易商的职责就是促成买卖双方的交易。当然，期权的风险也有办法来进行套期保值。"

是的，这就是衍生品。衍生品是远期合约和期权合约的一般性称谓。它们真的非常简单易懂。

赌 场

衍生品，至少远期、期权这些形式的衍生品，历史已经很长了。芝加哥期货交易所(the Chicago Board of Trade，CBOT)自 19 世纪就开始从事农产品的期货交易(本质上是一种远期合约)。主要的使用者是农民、商品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买方和谷物的交易者。

大约一百年来，衍生品就是在交易所里——比如芝加哥期货交易所和它的主要竞争对手芝加哥商业交易所(the Chicago Mercantile Exchange，CME)——进行交易的远期合约/期货合约、期权合约。期货和期权交易所就像股票交易所一样。经纪人拥有交易所，客户们支付佣金在里面进行交易，而交易所同时还需结清交易，凭借一种保证金系统(我们熟知的初始保证金和调整保证金)，充当交易商的风险担保人。

第一次重大改变发生在20世纪70年代，当时金融期货商品(如现货和利率)被引入。股票期权开始上市交易，但是市场规模不大，流动性很差。当时它们还只是一小群专家的神秘的专属领地。最大的突破发生在20世纪70年代末期——互换市场开始蒸蒸日上，场外交易市场(OTC)也活跃起来。衍生品的黄金时代到来了。

互换本质上也是一种远期。互换允许你用未来一系列的现金流来交换另外一系列的不同现金流。例如，你可以用一系列固定利率的现金流去交换利率定期确定(即浮动利率)的现金流，这就是利率互换；你也可以用一系列的美元现金流去交换日元现金流(货币互换)；你甚至可以将一系列的依赖于利率的现金流去交换依赖于股票价格改变的现金流(权益交换)。印度尼西亚人交易的就是其中的一种。

互换的出现非常重要。主要的银行和证券商也因此从做做小配角转而走到了中心舞台。一旦意识到可以从中赚取大笔的钱，他们马上变成OTC衍生品市场的积极支持者。

OTC机制允许各种各样的结构定制。直到今天，它还是OTC市场拥护者津津乐道的OTC的好处。但由于场外交易市场的不公开性，使得交易透明度成为问题。如果你是在交易所交易的话，会受到交易所规章的限制，每个人都能看见你在干什么。但是OTC市场是一个灰色地带，那里交易商彼此之间交易或交易商与顾客进行交易。关于交易及交易的价格的信息都很难获得，这当然对交易商是有益的。利用这种不透明性，他们可以从顾客或从对方交易商那里赚钱。

> 一个对价格变动进行投机的庞大体系正在发端——这就是金融衍生品市场。

互换工具和OTC的出现完全改变了衍生品的活力。证券交易所还没有意识到这一点：在金融领域出现的这项最有利可图的业务上，他们的亲密团伙将降到相差甚远的老二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位置。一个对价格变动进行投机的庞大体系正在发端——这就是金融衍生品市场。

隐秘的弦外之音

衍生品中的已知的已知是显而易见的。我们祈祷衍生品能够给我们带来更多的好处，帮助我们对风险进行套期保值。贫穷的农民和不幸的跨国矿业公司是很容易遭受恶意的且不易控制的市场力量的伤害，而这股市场力量又往往主宰了整个市场。我们的听众只相信衍生品能够拯救他们免于糟糕的命运。

那么衍生品本身的风险呢？即那些已知的未知、未知的已知、未知的未知。噢，这些我们总是让客户们自己去了解发现。规矩就像是“货物出门，概不退换”——买者请自行当心。那么，背后的秘密到底是什么呢？以下列举一二。

衍生品通常是现金交割的。这意味着，农民并不需要真正地交割小麦。相反，要在规定的交割期进行清算，即将当天小麦的市场价格同合约中协定的价格进行比较：如果市场价格低于协定的价格，那么农民将获得价差收益。农民在现货市场上卖出小麦时，他是按市场上那个低价格出售的。但是，期货合约的利得保证了农民获得固定的价格。如果市场价格高于期货合约的协定价格，那么农民将支付这个价差，在期货市场上遭受损失。但是这个损失，被他在现货市场上以较高的价格卖出小麦的利得弥补了。两种情况下，农民都能保证锁定的价格，对吗？

这个思想很简单。我想要强调的是现金结算带来的灵活性。农民可以同想要购买他谷物的任何买家交易。同时，农民还可同独立的第三方——我们——签订套期保值合约，这丝毫不会影响他日常的买卖关系。在时间上，因为套期保值，农民获得了一定的灵活性。这样他便可以获得最好的价格。但是，还有弦外之音呢！

金融衍生品合约是以固定的价格清算的，通常是很容易确定的市场基准价。正如我一贯指出的，这是为了保护农民。但是如果衍生品的清算价格同农民卖出的谷物的实际价格没有一点联系，那么他在合约中锁定的价格就不是他实际获得的价格。衍生品交易商称此为“基差风险”。在套期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保值中，我们用价格风险代替了基差风险。但这有一个前提，那便是，基差风险很小，可忽略不计，所以这些可以预测的未知状况不值得农民朋友们去担心。

但是，有时基差风险却带来麻烦。20 世纪 90 年代早期，我卷入了喷气燃料的套期保值风险。对喷气燃料进行套期保值的方法有好几种：做一个喷气燃料的互换；或者，在纽约做一个西得克萨斯中质油（WTI）期货交易。你也许不知道，一个 WTI 合约代表1 000桶在俄克拉荷马州交割的轻质低硫原油（大概31 500加仑左右）。

我选择用 WTI 对原油的风险进行套期。就像布迪，我这样做，因为它更便宜。我也是听从了交易商的建议和他们的模型，模型显示 WTI 期货合约对于喷气燃料是一个不错的套期保值。你一定认为我在衍生品行当这么多年，同交易商们打交道时学到了不少东西。

最后，WTI 价格下降了，我在期货头寸上赔了钱。我本应该对喷气燃料做一个等价的对冲，但问题是原油价格是下跌了，但下跌的程度并没有 WTI 那么多。这是由于技术因素。当你赔钱时，总是因为技术因素。航油市场出现了紧缩，由于炼油能力下降或是其他这类废话。我就是受压榨者。

我赔了钱，虽然不多。但我建立起来的还很不稳定的衍生品专家的信誉，在我老板的眼里一落千丈。老板总是暗地里念叨每笔套期保值都以亏钱结束。“基差风险。”我轻轻说道。

现金结算还有其他好处，人们不是只对能交割的商品有兴趣。一般来说，只有农民和面包师才会交易小麦。为什么？要交割小麦或者接受一船的小麦都是件困难的事。在我们的原油交易中，我们对1 000 000桶油套期保值，大约是我们年消费量的 1/3。我的老板想要知道这么多油的准确数量是多少？我想大概是一艘巨大型油轮的油量吧。

我们的 WTI 合约是能够进行清算的。卖方收取协定的价格，并将原油运送到规定的地点。WTI 合约也是用现金清算的。我们的目的并不是实实在在进行实物的交割。我们也没有办法去存储、精炼这些油，并将它们从俄克拉荷马州运送出去，这里正是合约中要求的交割地点。

期货合约的交易员是我从事衍生品交易且还没有转做“买”方时的一个朋友。一天夜里 2 点钟，他打电话叫醒我，说我们有开仓头寸的那份合约已经到期了。我们该拿那些原油怎么办呢？我嘣的一下从床上坐起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来——我还以为我有足够的时间抛售并现金结算这个合同呢。我顿时全身冒冷汗。结果，他原来是跟我开玩笑的。真是一个爱开玩笑的家伙，此时离合约到期还有一周呢。

现金清算制度为那些对实际的货物交易不感兴趣但想从事期货套利的人开了方便之门。为什么可以？为什么不可以呢？这些人猜测价格会上升或下降，就是以此来对价格的变化进行投机的。

杠杆投机

一般来讲，我是不愿提及衍生品的投机性的。如果非要说的话，我会引用全美步枪协会(National Rifle Association，NRA)的话——“枪自己不会杀人，只有人杀人。”对于衍生品，我会辩解道，它们完全是安全的，至少在善良人的手上，被正确使用时是安全的。

衍生品行业列举了几点来应对针对衍生品投机性的谴责。20 世纪 90 年代早期，就有了一次对衍生品的政治反对。美国国会的议员们问一家主要的美国银行的主席，衍生品到底是不是投机性的。他答曰：衍生品本质上不是投机性的，但是可以被用来投机。如果投机是你的目标，那么衍生品就是你达到目的的极有效的方式。简言之，你采用了一个完全有效的办法让自己粉身碎骨。

我们的咒语就是“效率”。衍生品是有效的，它们让市场的效率更高，因为它们可以让风险在市场参与者之间自由转移。这是对格林斯潘主席关于“生产率”的布道的有力补充。关于衍生品的书也对效率颇为狂热。芝加哥学派的解释风头正盛。

这些著作承认衍生品的投机用途。在一个有效市场上，投机者对于提供“流动性”和“风险容量”非常重要。这些言词让我们更深信衍生品对于社会的贡献。这意味着市场需要一些大赌家们进行投机，好让别人将风险转移给他们。不管赔还是赚，都由他们去好了。这就是风险转移的秘密所在，得找到一些人去捧着那些定时炸弹。但还有第二个准则——握着定时炸弹时，需保证风险资金是别人的。

事实上，衍生品市场上大的风波就是由投机引起的。这些部分可能是由语言歧义带来的——投机和投资之间的界限是非常模糊的。如果你赔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了钱，那么你就是投机者；如果赚了钱，那你就是投资者。抑或是相反？

2004 年，油价创历史新高。WTI 的油价过了 50 美元/桶，很明显那些对石油一点都不感兴趣的人，即投机者，持有石油衍生品市场 60%的头寸。投资者和交易者该拿这些石油怎么办呢？他们真实目的并不在于实物石油的买卖。投资者和交易者购买衍生品就是冲着价格会上升去的。

此时，油价不再反映市场上潜在的供求关系。投机者通过买卖石油衍生品，对中东市场上的一举一动都做出反应。石油衍生品的交易量甚至达到了全球石油交易量的好几倍。

在货币市场上，实际的交易和投资流只占一个极小的比率——3%左右。其余的都是所谓的“资本流”。这只是对以下事实的模棱两可的说法：为了逐利，投机资本在全球范围内通过光纤通信电缆以光速暴增。所有这一切都是由现金结算衍生品的涡轮增压动力来帮凶协谋的。

衍生品还允许交易商卖空。你可以出售你不拥有的东西。疑惑不解吧？当然，你不曾拥有某些东西，怎么可以卖它呢？即使是最一无所知的买方也不会花钱去买你交不出来的东西啊。为什么你无法交割呢？是的，你不拥有它，否则它就不叫卖空了。这正是第二十二条军规。

衍生品的魅力就在于你可以卖出远期，但你不必今天就交割，你可以在未来再购买实物交割给买方。卖空方赌定价格会下跌，他的收入来自于买方支付的价格减去他购买空头合约中的资产的成本。万一，价格上升的话，卖空方就损失了。

衍生品是投机价格会下降的非常合适的方式。在每一次危机时，卖空方就像贪婪的秃鹫一样盘旋在受伤的国家、货币、商品、企业周围，以图从下降的价格中获取利润。亚洲金融危机时期，卖空方将货币价格压低，让我们许许多多类似印度尼西亚面条工厂的企业最终破产毁灭。

教科书坚持认为衍生品的效率在于他们能够促进价格达到新的水平，并有利于市场的流动性。马哈蒂尔·穆罕默德(Mahathir Mohammed)，马来西亚的总理，对于芝加哥学派的有效市场假设不屑一顾。他大声疾呼，一切都是西方资本界、对冲基金、犹太复国主义者和衍生品交易商串通好的阴谋。但是，他却把他们亚洲政府、企业的腐败抛到九霄云外。

衍生品有使不完的杠杆效用。

然后，还有杠杆效用。“你必须有杠杆，”尼禄告诉他的客户。“市场，它是不会走到恰当的方向的，”他小声说道，用他那传奇式的技巧同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顾客聊上了。“要想赚钱，就得利用杠杆效用。”衍生品有使不完的杠杆效用。

衍生品之所以具有杠杆效用，是因为一切都发生在未来（用尼禄的话说）。我们的麦农今天不必做任何事；当远期合约到期时，他只需交割小麦、拿钱就可以了。面包师也是一样的，他也只需在交割小麦的那一天付钱就行了。延期交割对于农民和面包师都是完美的——他们都能够套期保值。农民在未来才能收获小麦，面包师也只是未来才需要小麦做面包。这就使杠杆效用成为可能，这是个非常复杂的概念。如果你能用自己非常少的钱赚取更多的钱，那你就利用了杠杆效用。又或者，你赔掉好多的钱，通常是你期望风险的好几倍，这时你也是遭受了杠杆效用。

你想对小麦的价格进行投机。你可能知道小麦价格正下跌，或者某些具有抗药性的害虫正在吞噬庄稼，或者将有可能大旱，又或者可能有一些“技术因素”。不管什么缘由，你认为价格会上升，你想利用这一点，所以你想购买小麦。但做这些需要现金。让我们假设你购买了一吨小麦，价格为1 000美元/吨。如你所预测的，价格上升了，达到了1 500美元/吨。每吨小麦，你赚了 500 美元，占你投资的 50%。收益不差，但是你还可以做得更好。

你可以购买一个期货远期：这个花费是最小的。假设银行完全信任你，你不必花钱。消费价格若真如你所预料达到1 500美元，那么你赚了500 美元，但是你没有任何成本。此时，你的收益率是无限大的（500 美元/0）而不是（500 美元/1 000美元）。此时，你就利用了杠杆效用。

现实中，你不可能获得无限的杠杆效用，除非你是非常重要的 AAA 级企业或者投资者。为确保你有执行合约的能力，你需交纳一些钱，即期货合约中的初始保证金或者银行的抵押存款，以此保证你履约的能力。比如你应该交 10%比例（100 美元）的资金。这意味着你的回报是激动人心的 500%（500 美元/100 美元）。

如果你想投资更多，比如1 000美元。那么你就可以用现金做抵押，购买 10 吨小麦期货，而不是 1 吨现货市场上的小麦实物。如果小麦价格上升到1 500美元（上升 50%），你就可以赚5 000美元（5 倍于自己的投资）。但这里埋藏了一个陷阱。万一价格没有上升怎么办呢？价格一旦下降，你的麻烦就大了。比如价格下降 10%（为 900 美元/吨，那么你将失去全部的投资。价格下降到 500 美元/吨（下降 50%），那么你将损失5 000美元（5 倍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于你的初始投资)。尼禄轻描淡写说道:“你只不过是用5 000美元擦屁股。”杠杆效用极大地增加了你对价格波动的敏感性。

我们其实都在利用杠杆效用。我们借钱买房子。我们的小麦投机者可以借9 000美元,再加上自己的初始投资1 000美元,去购买 10 吨小麦。问题是,银行家们并不是彻头彻尾的傻瓜,他们不可能根据你的直觉就借给你整个小麦价款的 90%。而衍生品提供的杠杆效用比其他任何方式都大。

期权也具有杠杆效用。有好的杠杆效用,也有坏的杠杆效用。购买期权就是好的杠杆效用,原因在于你损失的钱不会超过支付的期权费用。相反,卖出期权,你就碰到了坏的杠杆效用——相当坏的杠杆效用。你的收入仅限于卖出期权所得,但是你潜在的损失却可能是无穷的。期权交易者通常将卖出期权比作“吃进去的像小鸡一样少,拉出去的像大象一样多”。这句话言简意赅地说出了出售期权的杠杆效用。

在雷达监控下

因为除非到未来那一天,否则什么事情都不会发生,所以衍生品是不在资产负债表上显示的。至少在出事前,它们都不会出现在公司的财务报表中。使用衍生品能使所有的交易免于公众的视线。

一开始,衍生品完全在“雷达视频的监控下”,它常常会给毫无戒备的公司财务报表阅读者带来一些不愉快的意外。衍生品的获利或损失偶尔会奇迹般、毫无征兆地出现。随着时间的推移,会计师们得到了更好的装备,那就是《联邦会计标准委员会第 133 号说明》和《国际会计准则第 39 号》——对付衍生品的重型武器。不幸的是,问题的答案并不在于此。

现金结算制度和衍生品的表外核算准则带来了另一个问题。也许你一无所有,你可以构造一个投资。我们的小麦投机商无需购买真的小麦,只需通过小麦期货就能带来同真的购买小麦一样的效果。他完全不需要真的拥有小麦。这开创了一个全新的前沿——监管套利(regulatory arbitrage),真让人琢磨不透。

因为对国外所有权的限制,持有外国的股份是非法的。但你只需做一份股票远期或股权互换就可以了。你拥有一家企业的股份,该公司刚刚举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了取得巨大成功的 IPO(首次公开发行)。你是否不能出售你的股份，因为你已同意 12 个月之内不出售你的股份？你只需卖出股票远期或者做一个股权互换。银行甚至可能以你做远期出售或股权互换对冲来的股票作抵押，借钱给你。

如果你用特定的方式使用衍生品，便能够让大多数规则成为徒劳——这些是已知的未知。我从未告知我的顾客这一点，也从没有告诉那些培训者这一点。如果他们足够聪明，自己会发现这一点的。衍生品总是与知情相关——知情的人，不知情的人。如果你不知情，那么到某个时候就得交学费，才能获知衍生品的另一面。

大量互换仍在继续

自我 1977 年入行，银行界一直处在变革之中。1973 年，理查德·尼克松(Richard Nixon)废除了金本位制，关于固定汇率的布莱顿森林体系崩溃了。1973 年和 1978 年的两次石油危机带来了高通货膨胀。在美联储前主席保罗·沃尔克的掌管下，美国的利率上升了。最优(低)贷款利率甚至达到了难以置信的每年 21.5%的最高值，利率、货币和股价开始了从未有过的波动。银行系统处于无监管状态，使得现任者面临陌生的竞争现象。

银行面对这些变化及时做出调整。他们的主营业务仍然是吸纳储蓄、贷款以及转账结算。尽管是出于不情愿，面对新的经济形势，他们还增加了如外汇互换等服务。我感觉这是一段奇特的兴奋期，之后以往的业务仍会恢复。进入银行业的人们，像我，就被引导离开交易室，离开扰攘的货币经营业。

投资银行的所作所为也一如既往。商业银行(储蓄和贷款)和投资银行(交易和承销证券，或提供咨询服务)的界限非常清晰。这在许多地方的立法中有明文规定(如美国《格拉斯—斯蒂格尔法案》)。投资银行靠给顾客买卖股票、债券获取佣金。他们还帮大企业承销、发行债券，主要是帮他们筹集资金，甚至还建议他们的顾客自相残杀，即兼并和收购。

银行家们擅长的是贷款、信用评估、建立分行；而投资银行家擅长的是同顾客套近乎，以保证获取债券的发行权。交易变成了一个范围颇广的概念。不过这也就是我们日常讲的生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初的改变是由交易所发起的。1972 年，CME 发行了货币期货。CBOT 自 1848 年起就开始发行农业期货，1973 年开始发行个人股票期权，1977 年发行国债期货。担任了 20 年 CME 主席的利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)后来承认：在洋葱和鸡蛋合约(买卖洋葱和鸡蛋的期货合约)崩溃后，他曾试图利用金融期货去解救 CME。理查德·桑德尔(Richard Sandor)，20 世纪 60 年代美国加州大学伯克利分校激进的年轻经济学教授，是第一个加入 CME 的经济学家，帮助该交易所发展了利率期货合约。现代金融衍生品开始出现了，然而真正的改变发生在 20 世纪 70 年代末期，那时 OTC 市场已开始显现生机。

1976 年，大陆伊利诺斯银行(Continental Illinois)在伦敦的分行(这家美国小银行后来的破产引起了广泛关注)和高盛公司一起，安排了荷兰的鲍斯卡利斯·西敏寺集团(Bos Kalis Westminster)和英国 ICI 金融公司的货币互换交易。1977 年 4 月，大陆伊利诺斯有限公司成为第一家州际的有限公司，完成了一份十年期的2 500万的美元与英镑的货币互换。突然之间，每个人都对互换开始感兴趣了。

市场演化出了平行贷款，随之是它的变体“背对背贷款”。这两种交易能够发展起来要归因于利率与汇率剧烈的波动，以及英联邦政府为保护英镑而推行的特殊的汇率策略(美元溢价)。当时英镑正经历它周期性的波动。

美元溢价给英国国外企业的直接投资带来了负担。例如，一家英国企业想要在美国投资1 000 000英镑，一旦美元溢价 20%，那成本将会上升为 1 200 000英镑。接着，如果投资者想要撤走他的投资，只有所获资金的 75%可以通过溢价的美元市场卖出，余下的 25%要在正常的货币市场出售。实际上，投资者必须为他们的投资花费更多，并被迫交出 25%的美元溢价。毫不奇怪，英国投资者们并不喜欢支付这部分费用。

预料到衍生品的使用可以逃避管制，投资银行家们发明了平行贷款。如果你在国外借钱投资的话，那么你就可以不受溢价的影响。在平行贷款结构下，你从国外当地人那里借来美元；作为回报，你也需要在英国借给他们同等价值的英镑。这两个贷款便彼此抵消了。贷款安排见图 1.1。

交易非常简单，当然也是一笔好交易。投资银行收到了 0.5%～1%的费用作为安排交易的佣金。所谓的“安排”指的是找到交易的另一方——也就是投资银行是作为介绍的中间代理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

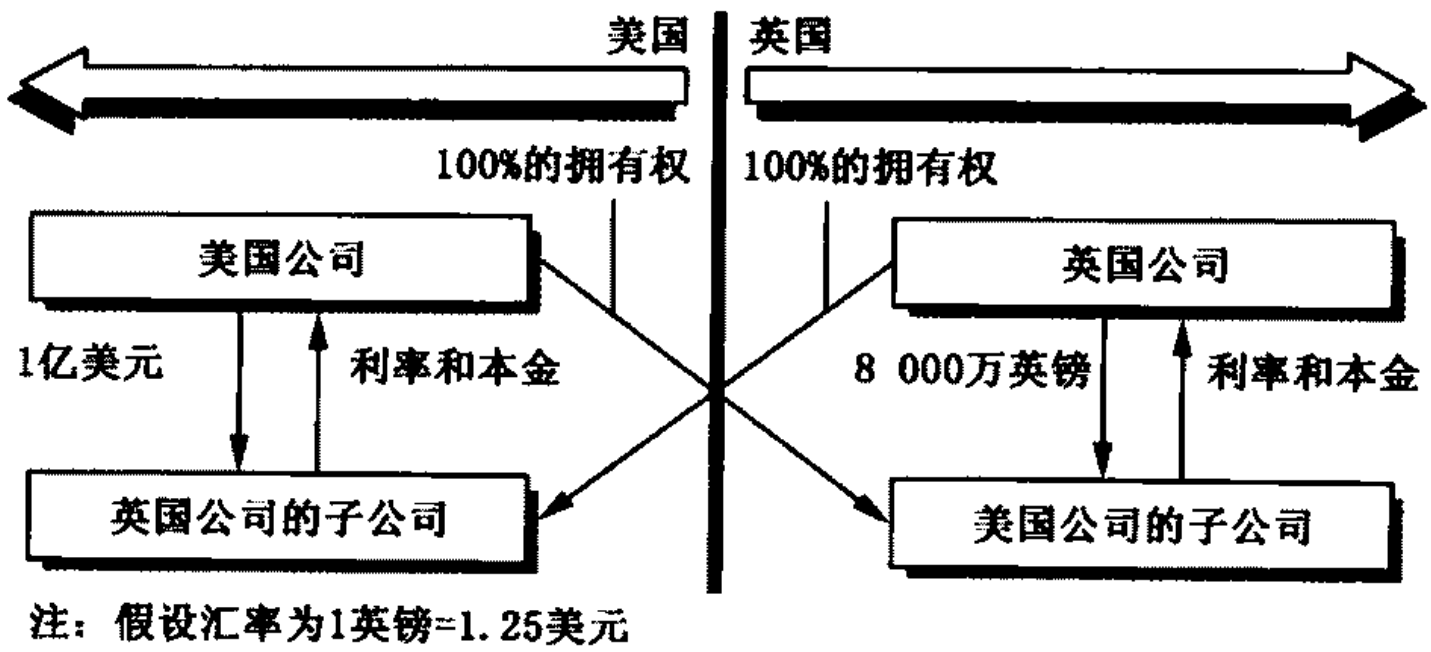

图 1.1 平行贷款

真正具有突破性的是 1981 年由所罗门兄弟公司(Salomon Brothers)安排的世界银行和 IBM 公司之间标志性的货币互换。奇怪的是，打那以后我遇到的每一个人对于促成这笔交易都发挥了关键的作用。

几年前，IBM 公司需要筹集资金。数额庞大到任何一个市场都难以完成。所以 IBM 公司发起了一项世界性的借款计划，在德国马克(DM)和瑞士法郎(CHF)资本市场筹集了大笔的钱。这些贷款收入被换成美元，并被汇到美国境内 IBM 位于阿蒙克市的总部，用作公司的融资资金。巧合的是，世界银行公开以低利率筹集德国马克、瑞士法郎和日元。它需要的以固定利率筹集的这笔货币远大于资本市场的容量。自 IBM 公司大笔借入这些货币开始，美元对德国马克、瑞士法郎就开始迅速升值。这给 IBM 公司带来了意外的外汇互换收益。正如布迪所知，赚钱的时候到了。

这笔交易需要世界银行筹集美元(世界银行一般是很少这样做的)，并将该美元与 IBM 公司交换成德国马克、瑞士法郎。而 IBM 公司则需偿付世界银行的美元债务。同样，世界银行需支付 IBM 公司的德国马克和瑞士法郎债务。他们都筹集到了比原来更便宜的资金。所罗门公司也大赚一笔。这真是太神奇了。

整笔交易过程见图 1.2。货币互换转变成利率互换见图 1.3。

货币互换和利率互换现在仍然是衍生品市场的主流。当时没有人了解这一点，但大量的互换交易仍然会继续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

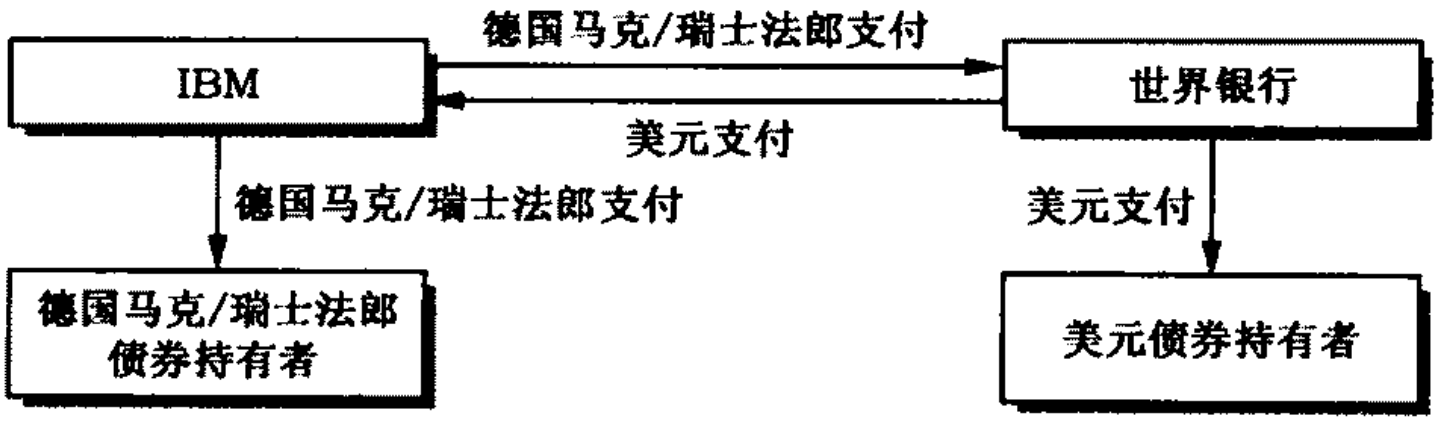

图 1.2 1981 年世界银行—IBM 的货币互换

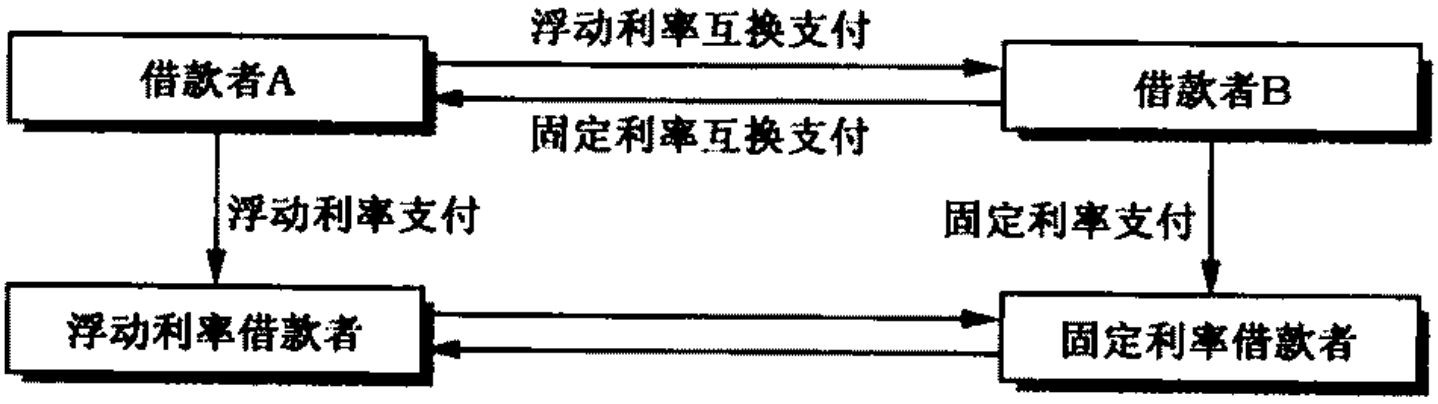

图 1.3 利率互换

黄金时代/LIBOR 减 50 基点

我从事的第一笔互换是在 20 世纪 80 年代。一家企业有不少美元债务，其利率每六个月就随 LIBOR(伦敦同业拆放利率)调整一次。当时，LIBOR 达到了很高的水平，所以该公司希望找出控制该借款成本的方法。银行安排了这样一笔互换。首先，它找到一家欧洲企业来发行美元债券，然后将该欧洲公司的固定利率同上面提到的企业的浮动利率进行交换。最后，该欧洲企业得到了 LIBOR 减 40 个基本点的浮动利率，比正常的借款成本低 60 个基点。同样，另一家企业获得了固定利率债务，避免了浮动利率带来的不确定性成本。这绝对是一个双赢局面。

对于银行，更像是中了彩票。企业支付给银行的固定利率和银行支付给国家的利率之间有 1%的差额。一笔持续期 10 年的 2 亿美元的交易，以现值来衡量的话，收益将是1 200万美元；再加上银行还获得了企业支付的 1%的佣金(200 万美元)和承销费用(400 万美元)。这真是上帝对我显灵了，我终于找到了我真正的事业，这正是我想做的。

问题是，似乎每个人都想从事该行当。像摩根担保公司(现在是 J. P.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

摩根银行)、花旗银行(Citibank)以及巴黎银行(Banque Paribas)都是主要的玩家。其他一些早已不存在的银行,如信孚(Bankers' Trust)、汉华银行(Manufacturers Hanover)、化学银行(Chemical),以及大陆伊利诺斯银行(Continental Illinois)都是参与者。投资银行[所罗门兄弟、瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston)、美林(Merrill Lynch)以及高盛(Goldman Sachs)]和现在已不存在的英国的商人银行(merchant bank)[希尔·塞缪尔银行(Hill Samuel)、摩根建富(Morgan Grenfell)和克莱沃特·本森(Kleinwort Benson)]都曾经活跃在市场上,他们都嗅到了钱的芬芳。衍生品的黄金时代已经到来,尤其是互换衍生品。

游戏的一部分还包括对利率风险和货币风险进行对冲。利率水平很高且极具波动性,货币价值正有大的变动。1985 年《广场协议》(Plaza Accord)之后,日元急剧升值。但是主要的游戏仍然是套利。借款者需要以最低的成本借钱。互换使得他们发现资本市场的漏洞,筹集到更便宜的资金。发行者可以用科威特第纳尔(Dinar)发行,并将其互换成他们需要的美元。每个政府、发展机构、银行和跨国公司都身在其中。

这其中的明星是瑞士的借款者——瑞典出口信贷机构 SEK(Svensk Exportkredit)。伯恩特·延伦(Bernt Ljunggren),SEK 的副总经理兼公司的财务总监,设计了一个赤裸裸的机会主义策略。SEK 可以在任何市场发行债券,然后将筹集的钱换成需要的货币。如果他们需要苹果,但梨子更便宜,那么 SEK 就会买梨,然后将梨换成苹果。只要 SEK 能够筹到利率比 LIBOR 低 50 个基本点的资金,游戏就会进行下去。SEK 为他的不同寻常的借款策略辩护说,这降低了瑞士的出口商融资成本。

伯恩特似乎靠他自己的顿悟转到互换业务上来。对 SEK 来说,任何的套利形式都不足为奇。他在新西兰发行比政府利率还要低的美元债务。SEK 还和日本的投资者建立了特殊的关系。在日本,SEK 已是家喻户晓,它已成为这个国家最大的外国债券发行者。伯恩特和他的 SEK 正处于新型借款方式的前沿:他们在资本市场发掘任何细微的价值差异和套利空间。SEK 并不是独行者,世界银行[时任财务主管为唐·罗特(Don Roth)]、丹麦王国等都活跃于其中。但伯恩特是"LIBOR 减 50 基点"游戏的王者。

但是,钱到底是哪里来的呢?主要的来源是投资者,他们不断地开大额支票给伯恩特。为什么呢?因为投资者在投资时会受到各种限制,而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SEK 可以打破这些条条框框的局限，帮助投资者投资一些他们原先不能涉足的领域。感激涕零的投资者获得便宜的借贷成本后支付给 SEK 丰厚的奖金。有些投资者不懂得互换，所以不去比较各市场上的行情，把大把大把的利润全都交给安排交易的发行商和交易商来打理。

投资银行和发行商们花了几个小时设计了规避法规限制的产业结构，尝鲜的时候到了。

日本的机会特别多。拜占庭式的投资法规大多数是口头的、模糊不清的，阻止了投资者们进入他们向往的领域。投资银行和发行商们花了几个小时设计了规避法规限制的产业结构，尝鲜的时候到了。

个人投资者也是很好骗的。最简单的说明复杂问题的方法是“长期首期息票”游戏。假设有人承诺你获得年利率 10%，这意味着你每年都将获得利息（也就是说1 000美元本金每年获得 100 美元利息）。偶尔我们和容易上当的投资者做长期首期息票（比如 14 个月）。这意味着投资者得到的首期利息支付将是 116.67 美元（1 000美元×10%×14 个月/12 个月）。首期息票是长期的——14 个月。但问题是这是用单利计算的，而不是用复利。这意味着投资者获得的真实的利率不是每年 10%。对于一个 5 年的债券，投资者实际只获得了每年 9.97%的利率。如果本金为 100 万美元，3 个基点代表1 137美元的现值。这个所谓的长期首期息票欺骗了投资者。

一种新的补贴来源出现了——“切腹”互换，也即“自杀”互换。这个名字很日本式，但这绝不只是个日本现象。几个欧洲和北美银行逐渐形成了对“切腹”艺术这种仪式性自杀的爱好。一些银行，其中包括许多日本银行，后来都成为这种新型互换游戏的玩家。首先他们支付重金招聘合适的衍生品工作人员——只需要申请互换的特许权——然后他们就花钱为其阴谋通路子。他们极力补助借款者购买市场上的份额。外国人——非日本人——很喜爱这种“切腹”互换。该交易的逻辑非常奇怪。人们同你交易，只因为你给他们钱才这样做的。当你停止支付后，他们为什么还要与你交易呢？

寻找套利机会的活动还在继续。在 SEK，这种寻找活动是多维的。前面提过的伯恩特就是真实生活中的敏锐的猎人，甚至远到斯堪的纳维亚的北部去寻找真正的野生动物。但是，找寻套利机会的过程是非常危险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓 库

游戏就是要发掘关于衍生品的有限知识，但是边际利润非常之高。

20 世纪 80 年代的商业活动是各种公司金融、新的发行和交易的奇怪混合。我们不太需要关注对冲和风险管理即可安排背对背交易；定价及对冲模型以现在的标准来看都是非常初级的；精通惠普 12C（Hewlett Packard 12C，一种手持式财务计算器）足以让你成为“火箭专家”了。在银行里，衍生品团队是最私密、最冷漠的一群人，这使得衍生品具有勒卡雷（Le Carré）[1]小说般的神秘性。游戏就是要发掘关于衍生品的有限知识，但是边际利润非常之高。

我在我老板的衍生品团队中担任一个不起眼的角色，也就是我们熟知的证券创新和互换部门，其简称 SOS 很不吉利。该团队的成员分散在世界各地，从事配对服务。“公司需要在 5 年内支付固定数量的马克，相当于 150 美元。”“银行要找到新的发行商，互换出瑞士法郎。”团队成员用很原始的电子邮件设备交流以代理促成交易或诓骗不冷不热但有可能的两方闪婚。克兰沃特·本森跨国融资公司，我们的主要竞争者之一，散布谣言说，要举行会议让所有的衍生品团队携手合作，引导超自然的力量促成交易。

总之，这并不是最有效的商业模式。日益增加的银行数量和更加难对付的顾客都使得利润水平在降低——这项业务需要改进了。于是仓库（warehouse）应运而生。名字就说明了问题，我们要进入低端市场。

直到 20 世纪 80 年代中期，交易商们都是在两方之间安排互换。他们自己并没有作为主角参与交易。在一些交易中，交易商只是站在成婚的双方之间，规定要匿名或避免交易双方承担对方造成的信用风险。当然，有时候这样做的目的也是为了隐藏我们从交易中赚取了大笔的钱。但是这两笔交易总是能紧密地匹配。我们除了承担交易双方的信用风险外，几乎不面临什么风险。但是“仓库”完全改变了这一点。

这个主意看似简单。我们将作为主角直接与客户进行交易。这样做

〔1〕 编辑注：勒卡雷是英国当代著名的间谍小说大师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够保证客户的交易马上得到执行。他们不需再等待我们找到交易的匹配方。如果交易双方交易的时间有差异或者交易的结构内容也不同的话，这之间的现金流差额由我们负担。这个主意是我们从交易和管理不匹配交易的风险中增加收入。我很兴奋。这意味着我们拥有了一个制胜的优势。但是，那时我没有意识到，“仓库”会将衍生品变成另一种无差别的金融商品。这些改变将导致该行业的利润也随之没有了。

首次，计算机和计量技能开始在衍生品交易中大展拳脚。保险精算师和数量分析人员开始成为互换业务不可或缺的人员。该行业开始雇佣以外汇市场和货币市场方式交易衍生品的交易员。充斥着如久期(duration)、基点的现值(present value of a basis point，PVBP)、一个基点的美元现值(dollar value of 1 basis point，DV01)、凸性(convexity)等术语的博学的论文开始传播。衍生品交易从办公室里转移到了交易席上。

不再会有安排交易的佣金，只有你支付的固定利率(买方)和你获得的固定利率(卖方)的差额。这个差额很快变成了每年 5～7 个基点。今天，大概有每年 1～2 个基点左右，如果你足够幸运的话。竞争是一件好事。

因为增加了日常支出，利润也缩水了。经营“仓库”的计算机和基础设施花费都不便宜。而且现在的重点转移到了交易量上来，只有大的交易量才能弥补更低的边际收益。大的交易量要求标准化。但是商品越标准化，边际利润又会变得更低。如此循环，又需要更大的交易量。这真是一个恶性循环。

我们需要“创新”，我们不断被这样告知。我们创新出日益奇怪的产品。这些晦涩难懂的结构化产品比竞争激烈的寻常业务赚钱，结构化产品的生意还能给交易席带来现金流。越来越复杂的产品将会被拆分成供交易员对冲的更简单的组成。“我们需要结构化产品为交易席创造更多的现金流。”经理不断督促我们。换句话说，团队失败时，每个人都在责备其他人。

客户所要求的新的结构化产品并不是很容易就能创造出来。即使被创造出来了，其他的人很快就能学会。他们用逆向工程破解这个结构，然后发行完全类似的产品。边际收益，即使是结构化产品的收益，也很快就降下来了。事实就是这样，尽管我们不是很有创造性，但我们保证抄袭能力一流。有时，我们还难免抄袭自己。

交易席承担了更多的风险：不是进行对冲，而是持仓，以期从市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的波动中获益。一开始，承担的风险被很好地掩盖了。因为我们发现“对冲”的概念非常模糊，交易商可以采用“重”的对冲（过度对冲），还可以采用“轻”的对冲（对冲不足）。时代在发展，管理和控制都跟上来了。在一篇对于衍生品业务的迟到的承认中，他们适时设置了交易限额，承认我们实际上需要做一些投机来制定预算。“在自然交易流的背后，我们只要明智而审慎地持仓，收入就能够得以提高。”这是我在一个更雄辩的时刻所说的话。不幸的是，当所持的头寸出岔子时，就会出现负的效果，我们便赔钱了。

即使我们没有持仓，“仓库”也面临对冲风险——基差风险。对冲并不是完美的；真正的完全的对冲是等价值的、完全相反方向的交易。如果我们能够按照客户的要求，在交易的时刻找到完全相反的、等值的交易，那么我们便真正完成了对冲。但是，事实不会这么凑巧。我们只能找到一些替代品。替代品，正如名字所暗示的，是不完善的。

我们又开始在期权市场上做市了。20 世纪 80 年代初期，海恩·勒兰德（Hayne Leland）和马克·鲁宾斯坦（Mark Rubinstein）在费雪·布莱克、迈伦·斯科尔斯和罗伯特·默顿等几位的期权定价理论成果的基础上，发展出了期权对冲方法——期权复制或者叫德尔塔对冲。该模型对市场运行做了一些假设，但是市场读不懂这些假设。我知道这些对冲模型在真实的市场条件下最终会崩溃，尤其是当市场变得疯狂时。

但是跟别人谈这些没有意义。我们都知道期权的边际利润要比其他产品高出许多；但同时，它的风险也更高。正所谓高风险，高收益。我迫使自己不要担心，继续交易下去，希望坏结果永远不要发生，至少我在职时不要发生。我已经不再寄希望于再出现一个黄金时期，那时我们赚钱都不必冒什么风险。

模型被证明同崩溃的残酷市场的实情丝毫不符。

但是崩溃的那一天终于到来了——1987 年 10 月，美国证券市场的牛市结束，股市崩溃了。这是现实市场对我们构建的衍生品交易模型的第一次测试。结果很糟糕，理论完全失败。模型被证明同崩溃的残酷市场的实情丝毫不符。

股市崩溃过后，交易商的反应非常奇怪——他们对损失异常乐观。如果大家一起赔钱的话，那么没关系；只是模型还不够好而已。模型风险被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诬蔑成是卢德派思想[1]。我们只是需要更好的模型。我们会用更好的、更聪明的人，他们会建构更多精密的模型。这便是唯一的教训。

20 世纪 80 年代末期，现代衍生产品行业的结构已经很大程度上准备就绪。产品、交易员、模型（虽然明显还需很多改进）以及基础设施都已准备就绪。甚至专有的语言——流动业务（flow business）、结构化产品、交易收入——都出现了。总体上不合理的信念及模型与衍生品的繁荣——这种狂妄自大——也牢牢确立了。

连环谋杀

20 世纪 90 年代开创了一个新气象，这主要归功于美联储主席艾伦·格林斯潘。低利率（通货膨胀已控制住）和良性市场开创了高收益时期：投资者们渴望回报。但是问题有一点复杂。20 世纪 90 年代，几个因素共同导致了投资者——主要是一些投资管理公司——手上拥有比以往任何时期更多的钱，它们不知拿这些钱干什么。

银行存款一直在流向投资产品，主要是保险单或共同基金/单位信托等。这种趋势在 20 世纪 80 年代末 90 年代初变得更猛了，银行系统似乎不安全。花旗银行，银行界的教父，受到坏账的重创。日本银行为了在银行界的奥林匹克竞赛中崛起，将贷款损失基准提高到从未有过的高度。存款不断从银行逃出。当然，存款的低利率也在一定程度上促使人们改变储蓄习惯。

许多政府还加快了养老金计划的私有化进程。劳动力市场上的人们被要求向私募基金交钱，以获得以后的养老金。税收优惠也鼓励私人储蓄，并将这些钱交给投资管理公司管理。

持续的经济增长给人们带来了更多的可支配收入，不动产价格的上涨促使人们贷款买房，进行金融投资。越来越多的钱来到投资基金的保险箱，接着这些经理们就要为基金寻找好的投资机会。

银行不得不举起白旗，买进投资管理公司或保险公司；而保险公司又

[1] 编辑注：卢德派是 19 世纪初英国手工业者组成的集团，他们反对以机器为基础的工业化，在诺丁汉等地从事破坏机器的活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进银行;投资管理公司又相互购买。每个人都为他们的购买支付了很多钱。

投资管理公司需要在这个喧嚣的市场上将自己与其他机构区别开来。因此它们要有超常的表现,比任何竞争者都要做得好,至少要比基准要好(这些基准通常都是为自己方便而设定的)。衍生品就是达到这一目的的绝佳方式。投资管理公司需要衍生品交易员,反之如是。这简直太完美了!

对冲基金作为一种新型的投资出现了。乔治·索罗斯(George Soros)在英镑市场上的成功投机让他成为对冲基金领域的明星人物。许多类型的相对价值投资者(不管那意味着什么)出现了,其中最出名的便是美国长期资本管理公司。交易员们安排所有交易席的目的就是同对冲基金进行交易。

20 世纪 80 年代,衍生品的活动主要集中于债务管理。金融技术的进步(主要是将衍生品嵌入到债券和票据中)允许投资者参与到衍生品这个丰饶的市场上来——现在终于轮到他们了。这是一个连环谋杀的时期,因为衍生品交易者是在全球漫游找寻新顾客的。

结构化产品在早期很受欢迎。同利率和货币紧密相关的结构化产品,能够给投资者带来高于市场水平的回报。20 世纪 90 年代早期,市场还很繁荣;但到 1994 年,连续的利率上涨带来了大额的损失。最出名的牺牲者就包括宝洁公司、吉布森贺卡公司和橘子郡。

同权益联系的衍生品在一段时期也非常流行。直到 1997 年税法的更改和对权益市场的修正,才结束了权益型衍生品的繁荣期。

新兴市场流行起来,拉丁美洲、亚洲、东欧陆续迎来它们的美好时刻。当地货币债券的高收入吸引投资者涉足外国货币,以美元标称证券的高额的信用价差诱使投资者们甘愿承担外国的信用风险。衍生品为投资者接触和加入他们向往的市场提供了途径。1995 年墨西哥遭遇"龙舌兰风暴";1997 年亚洲爆发危机;1998 年俄罗斯违约;2001 年,阿根廷在永远都还不清的债务的重压下,完成了从第一世界向第三世界的转换。

信用衍生产品出现了。信用违约互换和债务抵押债券(CDO)可以保护投资者免于信用风险。2001 年,CDO 市场的崩溃如期而至,留下投资者独自承担损失。这期间,还出现的同黄金、天气、大灾难债券相关的衍生品,让市场更为忙碌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禁果

回到培训项目中来。在课程快要结束前，我总是会让受训者完整了解一个结构化产品——逆向浮动利率债券(inverse floater)，我用它作为例子来讲解结构化产品。现在介绍两个人：尼禄，销售部负责人；另一位奇怪的家伙，他叫克瑞姆(Crem)，交易部负责人。克瑞姆的真实姓名是克莱门特(Clement)——克莱姆(Clem)是简称。我们的日本同事总是把 L 读成 R。在日本任职期间，克莱姆就变成了克瑞姆。

受训者们认为尼禄和克瑞姆的出现是重要时刻，并准备要好好表现一番。我只不过是个小人物——要不然也不会被安排来给他们上课。尼禄和克瑞姆——他们才是真正的大人物。在培训项目最后，受训者们被安排在一张桌上，意思是他们在不同的桌子上轮流。事实上，如果他们足够好的话，他们不会离开他们被安排的第一张桌子。多年来，我们一直都缺员工。如果能给尼禄和克瑞姆留下很好的印象，那就是职业生涯的良好开端。

我已经分发了普通结构化产品的文件—— 一个逆向浮动利率债券(逆向浮动是相对于交易者而言的)：

数额：1 亿美元

期限：5 年

利率：17.25%减去六月期以美元计价的 LIBOR 利率

利率支付：每半年支付一次

最低利率：每年 0%。对于投资者来说，任何时候都不会出现负的利率。如果六个月美元 LIBOR 达到 17.25%或者更高，投资者不需向发行者做任何支付。

受训者们需要分析该交易，15 分钟后就上交文件表格。

“好了，该交易是怎样起作用的?”时间到了时我问道。“利息是浮动的。”组里的一个天才答道。尼禄忍不住说道：“聪明的家伙，我们都能看到这一点。”“利息在变化。”“利息是同 LIBOR 联系在一起的。”很快又有许多人发言表达他们的奇思妙想。“这些观念都哪里冒出来的?”尼禄显得很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失望。而克瑞姆则一直盯着他的呼机，价格一直在波动。

交易其实很简单。逆向浮动利率债券有一个浮动的利率，即固定利率（每年 17.25%）减去市场上货币浮动利率（六个月美元 LIBOR）。如果 LIBOR 下降，债券的回报就上升了。如果 LIBOR 上升了，债券的回报就下降了。这有点像跷跷板——逆浮动利率债券的回报不可能是负的，最低点就是 0%。如果是负利率的话反倒奇怪了：那将意味着什么呢？投资者还要付钱给借钱者？那也就太奇怪了。

这其中的蹊跷就在于怎样设计交易。其实，投资者本质上是购买了一个内嵌利率互换的债券。如图 1.4 所示。

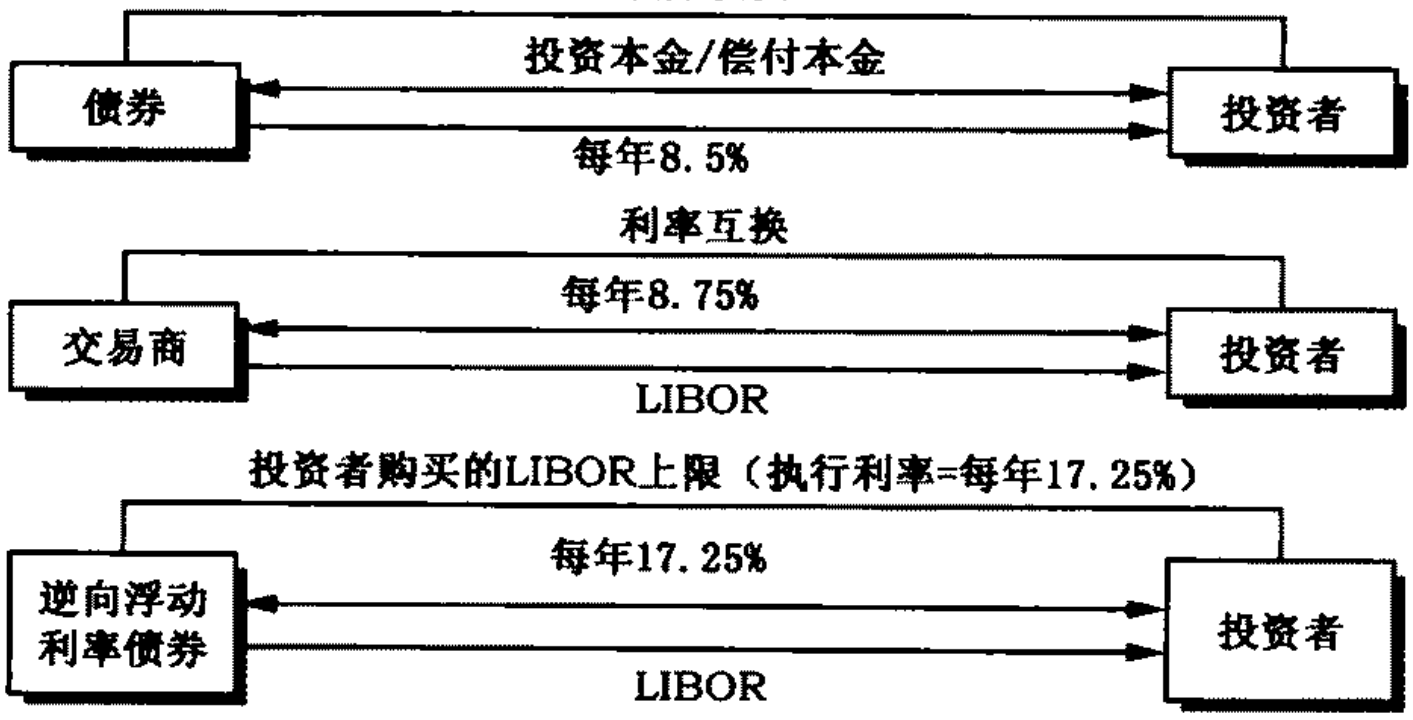

图 1.4 逆向浮动利率债券

这里的一点区别在于，投资者购买了一个利率上限，也就是一旦利率上涨到高于 17.25%，该期权就可保护投资者。如果真的发生如上状况，逆向浮动利率就变成负的。为避免该状况，我们加入了一个上限。当利率高于 17.25%后，该利率上限会支付给投资者市场利率和 17.25%的差额。那么此时投资最后得到的利息就变成了 0%。

这场苏格拉底式的讨论花了 45 分钟才切中要点。逆向浮动利率债券，并不是最新的产品，它们早在 20 世纪 80 年代就已经出现。奇怪的是，自第一次提出以后很长时间都了无声息，到后来才真正发展起来。这也表明一个新事物的创造是多么困难的事情。

尼禄对受训学员们的愚笨感到很愤怒。“你们这帮家伙怎么什么也不懂？”他吼道。“在大学里，他们都教给你们些什么？”克瑞姆一直在不停地发抖，他正担心着他的交易头寸呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我们可以言归正传——为什么要构造如此复杂的结构？当格林斯潘主席正在为风险的分散而开心不已时，我们早已将这些风险再次捆绑起来，并没日没夜地努力寻找投资者，迫不及待地将捆绑好的风险塞到他们怀里。

“逆向浮动”这个名字就暗示了我们玩的那一套游戏。逆向浮动债券的投资者都是一些货币市场的基金经理或者散户投资者，当利率低的时候，他们就失败了。但当利率降低或者利率低时，逆向浮动债券将提供很高的回报。在收益率曲线是向上倾斜(即短期利率低于长期利率)时，该债券是很奏效的。

逆向浮动债券和普通债券是完全相反的。这正是它的魅力所在。当利率很低时，为了提高收益，投资者大可以去购买长期的债券，或者如果你可以从事衍生品交易的话，做一个可以得到固定利率的利率互换就行了。在逆向浮动债券里，所有这些都是用结构化交易的形式做的。为什么投资者不去购买债券或互换，偏要大费周章地从我们这里购买逆向浮动利率债券，还要为此支付大笔的佣金？这样做有什么好处吗？现实真是太让人费解了！

许多投资者是不被允许从事交易衍生品的。等一下，购买逆向浮动债券不算交易衍生品吗？确切地说：投资者购买的是一种债券。我们一直强调法律上讲“逆向浮动债券”是一种“证券”。如果投资者有权利买卖证券(一般投资者都有这项权利)，那他就可以购买逆向浮动债券。一些更为慎重的律师建议我们采取“实质重于形式”的检验方法。如果运用这种方法，很难否认投资者违规从事了衍生品交易。我们烧了这些意见，而去找“更优秀的”律师的建议。我想这就是所谓的“购买审计意见”(opinion shopping)。

这里，还要稍微提一下杠杆效用。逆向浮动债券还具有杠杆效用。它创造了双倍于衍生品面值的利率风险暴露。两个风险暴露的来源为固定利率债券与利率互换。投资者也许不被允许购买债券、从事衍生品交易或者利用杠杆效用交易。但是逆向浮动债券能让他们完成以上所有交易，最要紧的是，这样做不违背相关法律法规。简直太神奇了！

投资者们了解这一点吗？那些货币基金经理也许了解；毕竟他们都是花钱请来的专业人士，他们理应懂得。事实是他们想要禁果。寡妇和孤儿就不同了，内布拉斯加州奥马哈市的史密斯夫妇他们知道这一切吗？他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只不过是对高利率垂涎三尺。那些印度尼西亚人理解交易商们为他们设计的复杂衍生品结构吗？

我们总是强调在同客户签订合约时，他们是理智的，出于自己意愿。我们还给他们看了揭露产品风险的产品披露说明书(PDS)。但是我们的客户很少有看这些说明书的。尼禄在他最忙的时候审查了我仔细撰写的一份产品披露说明书。“都胡扯些什么?!”他怒吼。“读完这些废话，我一点都不懂买了些什么产品。”我把这话当作对我最好的恭维。当然，那些律师检查 PDS 时也都通过了，说是合法的。有些国家，监管者们还要再次审查，最后承认是适合投资者的，但必须指出 PDS 内容太让人费解了，内容真是不知所云。

她写的法律条款太专业化，晦涩得超出人类能够理解的范围。

我们的税务律师，来自镇上一家最昂贵的律师事务所，是一位 50 岁左右的女士。在她家的墙上挂着装裱好的一段话，节选自一宗案件中的判决，评价的是她起草的条款。法官是这样评价的：她写的法律条款太专业化，晦涩得超出人类能够理解的范围。她自己也因此而自鸣得意。和她相比，我还差得远呢！

在出售逆向浮动利率债券时，我总是告诉销售员小组，一定要强调首期的高利率。在给培训学员培训的那笔交易中，LIBOR 是 7.25%，这意味着支付给投资者的首期利率为 10%(17.25%减去 7.25%)。该利率要比市场利率高出 2.75%(10.00%减去 7.25%)，足以吸引投资者的目光。

如果利率还是这么低，那么万事大吉；一旦利率上涨，投资者的收益就会减少。利率一旦达到 17.25%或者更高，投资者便只能获得 0%利率。我们让销售员小组向顾客解释该逆向浮动债券的保本性。用行话说就是投资者面临的只是利率风险，本金会没事的——他们总是能够拿回本金。

但是这层保护实际上是虚的。债券的持续期那么长，只拿到 0%利率同慢慢流血致死没什么两样。相较于担风险和失去本金的那种快速、彻底的死亡方式，投资者们似乎更偏爱这种方式。投资者还要明白一点，本金要到期后才能拿到，如果想在市场上即刻卖掉的话，损失就不可避免了，而且损失可能很巨大。这一点肯定在厚厚的一叠产品披露说明书中不会提到。

总之，逆向浮动债券是对未来的利率赌博。管理钱的投资者们只是有责任管理钱，并没有说要他们有责任一定要赚钱。你需要高超的辩论技巧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才能明白这点。

对我们而言，道德争论根本无关紧要。交易很神奇：投资者预付给我们票据的面值，这意味着他们对我们不构成任何信用风险。这一点很重要，信用额度是件很讨厌的事。我们不要求投资者们签订任何复杂的衍生品文件，他们只要签订一份普通的购买债券的合约，很简单。

然后，佣金并不包含在交易中。我们收取浮动利率债券面值的1%作为佣金费用，对于面值2 000万美元的债券，我们能几乎没有风险地赚200 000美元。再深入一点看，如果我们这样做，卖给投资者债券，做一个利率互换，卖出一个利率上限，运气够好的话我们最多赚20 000美元。结构化产品和衍生产品太奇妙了！

尼禄试图让培训学员们明白怎样在逆向浮动利率债券中加入杠杆效用。“你应该利用杠杆效用。”他恳求道。他走到活动挂图前开始解释怎样才能使交易更具杠杆性。这是一个颇具煽动性的时刻。奇怪的方框和箭头散布在挂图里。甚至克瑞姆都抬头关注起尼禄的挂图。“那个箭头方向好像错了？”克瑞姆第一次加入到课程中来。尼禄回头看看自己的手工作品。

尼禄是对的。只要客户需要，要多少程度的杠杆效用，我们就可以加多少。“先生想偷偷要更多的杠杆效用吗？马上就有了。”我们会在交易中加入更多的利率互换，正如图1.5所示。

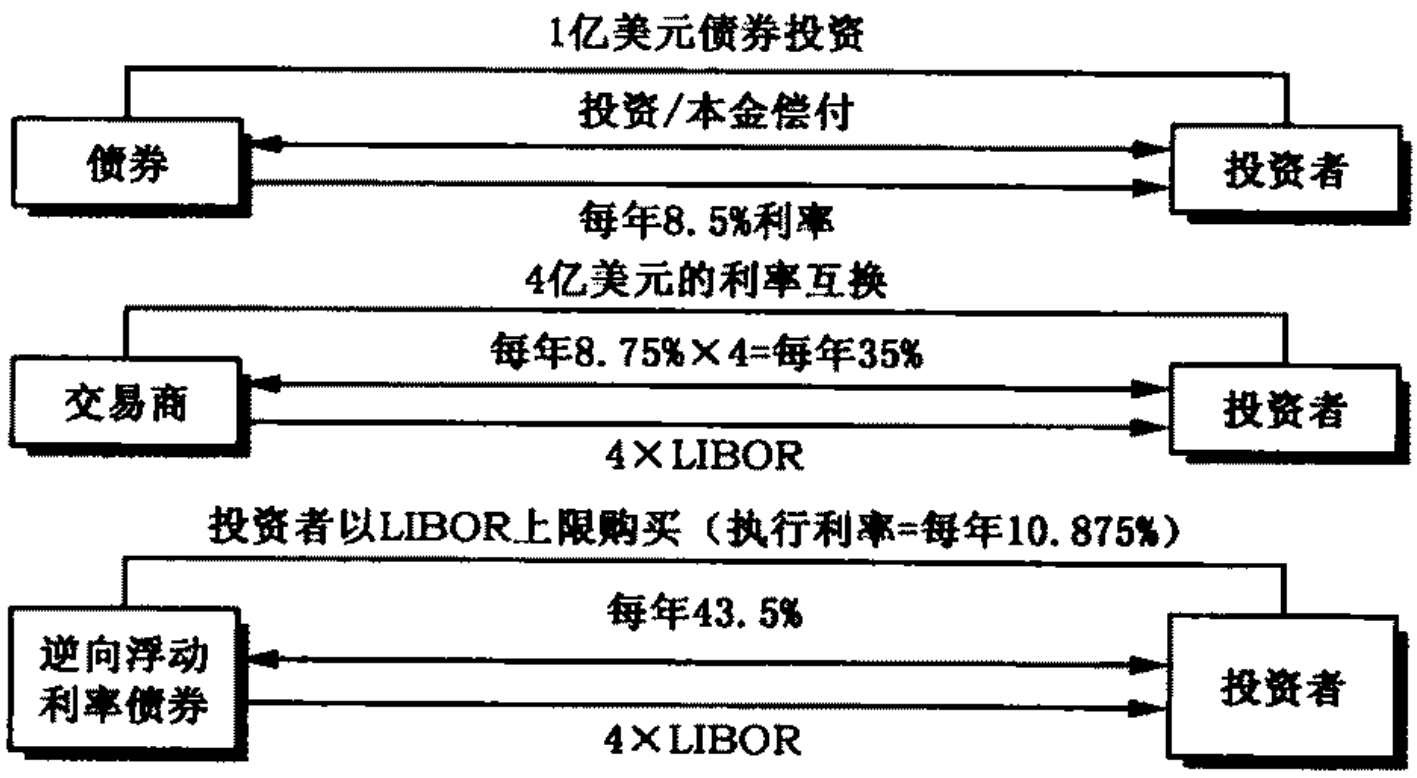

图1.5 带有杠杆效用的逆向浮动利率债券

这是一个4倍的杠杆交易。我们在交易中还额外增加了一个价值3亿美元的互换。第一期的利率高达14.50%（是市场利率的两倍）。目前已知的记录是同东欧银行的那次交易，杠杆效用达到了6倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向浮动利率债券——杠杆和非杠杆的——是橘子郡投资组合的主要构成。1994 年，美联储主席格林斯潘提高利率，橘子郡的逆向浮动利率债券组合顿时价值暴跌，一下子损失 15 亿美元。

格林斯潘是对的——风险被分散了。但是我们又把风险绑在一起，并把它们塞给贪婪的橘子郡富有的纳税人。沃伦·巴菲特也是对的——当潮汐退却时，就如同 1994 年，我们才发现橘子郡在光着身子游泳。

衍生品的逻辑

今天，衍生品依然是主流——是金融市场上的主打产品——没有人仔细思考过它们。交易量大得令人非常吃惊：2004 年，负责记分的机构——国际清算银行(the Bank of International Settlement，BIS)——测算交易量大概有 300 兆美元(一兆相当于百万的平方，1 后面有 12 个零)之多。这个数字还在以每年 20%～30%的速度增长，丝毫没有减缓的迹象。

在这个花花世界中，有许多针对金融资产价格的赌博，但大街上的普通人不会因此而担心得晚上难以入眠。不管他们了不了解，他们都受到了影响。人们偶尔的贷款或投资也许就包含衍生品的元素：大多数人会把钱交给银行或投资管理公司来管理，而他们免不了会拿钱从事衍生品；衍生品最终影响到他们拿到的回报；衍生品还影响着人们的养老金、退休金。目前，对于绝大多数人，衍生品还是遥远的未知。

有时小报或晚报上会登载这一奇怪领域的一些波澜。报道的都是一些灾难和巨大的损失。例如，巴林银行破产后，尼克·里森(Nick Leeson)即将被送进监狱。LTCM——这个名字之所以以简称出现，是因为他的垮台威胁了整个金融系统。

有着令人难以置信的种类和组合的衍生品每天都在交易。多年前我从事的那些逆向浮动利率债券至今仍在。衍生品行业的风险依旧—— 一个已知的未知。其他的大规模杀伤性武器——延期重置互换、区间累计债券(range accrual notes)、阶梯式可赎回债券(step-up callables)、固定期限债券(constant maturity notes)、双货币债券(dual-currency bonds)、信贷关联证券(credit-linked notes)。据我所知，它们仍然健在。这些年来我已经看穿了它们!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　卖方:美丽的谎言

美丽的谎言是指那些我们宁愿选择相信的谎言;我们知道那不是真的,但是一切都驱使我们相信它们——那就是它们之所以美丽的原因。衍生品就是美丽的谎言。

今天,广播电台里充斥着关于货币、汇率、股价之类的无聊谈话。电视台也整日在谈钱,像亚太财经(CNBC)、彭博电视(Bloomberg TV)。一些著名的主持人一直在不停报道格林斯潘在国会上的陈词、微软的股价、日本的贸易盈余。

电视财经报道总不时插播 10 秒钟的证券交易所镜头,那里的人们穿着花花绿绿的夹克,做着奇怪的买进卖出的手势。金融市场本是无形的和超现实的,但是这些图片使得价格的波动和赚钱亏钱的场景都变成有形可视的了! 这些场面赋予金融市场的交易活动以现实性,但这些画面太具有误导性了—— 一个美丽的谎言。

老式交易所里那种人们大声喊叫成交的方式已经消失,现在的交易所已经实现了计算机化。我们在电视里看到的繁忙的交易场景根本就是与现实不符的:交易大堂里只会在重大经济消息发布后或出现重大事件时,才会爆发那种喧嚣繁忙的交易场景。大多数交易实际上不在交易所里进行,交易商和顾客间的交易发生在一个虚拟的世界——OTC。

在我入行之初,交易室只不过是几间墙壁打通了的房间而已。交易员围聚在少量显示屏和电话旁,交易商才拥有大计算器,仅有的电子计算机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只用来做最复杂的分析。现在的交易室，情况已经完全不同了。

20 世纪 80 年代，大型的交易室开始流行。名义上说是为了让交易员们聚在一起，可以提高他们赚钱的能力。用管理界的行话说，他们可以带来“杠杆效应”。但是事实并不是如此。在大多数交易室里，人们彼此都不认识，除了那些你们直接接触的工作人员；两张桌子以外的人你们根本不认识，也不清楚他们在做些什么。

现代的交易室有足球场那么大，容纳了几百个交易员和他们的一大群助手。交易所也许是最后一批壮观的建筑了，高高的拱形屋顶证明着钱的力量。而工作条件却简陋得让人难以相信：几张狭小的桌子，紧张忙乱的人群；几个大荧幕闪烁着最新的信息；电话铃响个不停；其间夹杂着人们的嘈杂声；人们喧闹着在这里经历他们的生、死，或者重生。

每一个交易员在他们的交易席上都有几个显示屏：其中一个显示着几家金融信息公司[路透集团(Reuters)和德励财富资讯公司(Telerate)]传送来的价格和市场数据；还有彭博机(Bloomberg box)，另一个常用的价格信息来源和带有普遍存在的 Excel 表格程序的个人电脑。还有一些性能更强的电脑系统，常说的如孙盒(Sun boxes)。它的组件都是最先进的，全是男孩和女孩们的玩具——大荧幕、无线键盘、触屏电话等。每个交易平台一年的成本大概500 000 美元以上。交易商至少要挣这么多才能收回相关设施的成本。

宏大且雄伟的交易大厅总是预兆着下坡路和灾难。20 世纪 80 年代末期，所罗门公司在兴盛时期花巨资建造了它的宏伟的伦敦交易大厅，当时公司还处于鼎盛时期；但那之后的 10 年间，公司就因丑闻和重大事故而陷入困境。今天该公司已经不复存在。同样的，安然公司(Enron)在建完它的高技术交易厅后不久也破产了。

新手还不可能了解巨大的交易大厅的操作规则。那里有交易员、销售员、风险经理、产品控制员、监察官、后台员工，他们组成了衍生交易业务的全部角色。

我过去常常负责带受训学员参观交易所。“看，很简单，”我说，然后一一分解交易所内的员工等级：“有销售人员——他们对顾客撒谎。交易员又对销售人员和风险经理撒谎。风险经理呢？对主管撒谎——更正一下，是自以为主管。主管呢，又继续欺骗股东和监管者。”我记起了我们的数量模型部门的同事，“我忘记我们的数量分析师了——我们伟大的‘火箭专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家'！他们的工作就是建一个撒谎模型。"

"客户呢?"一位受训学员关心地问。我想了几秒钟。"客户吗,他们自己骗自己!"进入衍生品的世界就如同进入一个美丽的谎言国度。

微笑与拨号

我们知道,银行和交易商为"卖方"。他们存在的理由就是提供产品和服务给客户——"买方"。交易席上的销售人员联结着银行的交易员和客户。然而,在衍生品这个行业,"销售"这个词是带有贬义的。我们使用委婉语——业务交易员(sales traders)、客户经纪商(client dealers)、市场覆盖人员(coverage staff)、银行账户管理者(account officers)、客户关系经理(relationship managers)。销售人员的目的很简单:卖产品给客户,即做交易。这就是银行和交易商赚钱的方式。

在大多数行业里,产品的性质都是已知的已知。我们没有必要去讨论鞋子的用处和我们到底需不需要一双鞋。我们只需做好选择——是系带鞋还是无带扣便鞋,是黑色还是棕色。当然这里指的是男士的鞋。女士的鞋才是更接近衍生品的。因为衍生品交易过程会更复杂。你也许不清楚你需要这些产品——这是未知的已知。你可能对双重期权(double option)的概念和作用一无所知——这是已知的未知。你愿意出多少钱买这些东西?毫无疑问,这是未知的未知。衍生品就如同高跟鞋中的极品——曼诺罗·伯拉尼克(Manolo Blahnik)和周仰杰(Jimmy Choo)。

那些印度尼西亚人真的懂他们的交易吗?交易商们介意吗?

销售人员的工作就是要给人们补充知识的不足——但是,事实真的如此吗?你和顾客交易时,你真的介意他们到底懂不懂你们在做什么吗?那些印度尼西亚人真的懂他们的交易吗?交易商们介意吗?

以前,交易席上的员工都是一群擅长"微笑和拨号"的人。典型的销售人员都是那些在学校里就被评为最受欢迎的学生的一群人。至于"才能"相对于"讨人喜爱"和"值得信赖"来说都在其次,当然相貌颇具魅力的人也会占优势。皮肤不好、头发不美、口臭的人当然就不是当优秀销售人员的料了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们总体上需要的是能够与顾客沟通的人，因而必须找到他们感觉舒服和喜爱的工作人员。销售人员要经常给顾客打电话，理解他们到底需要什么类型的金融产品。我们然后再将他们需要的产品推荐给他们，和他们交易。销售人员要不时地同顾客谈话，告诉他们最新的资讯——市场风向。我们给他们出“点子”；我们的交易也就更多了；如果事情顺利得话，销售人员还会送给顾客如乳香、没药[1]等珍贵的礼品。

第一个难关就是为每一个客户量身找一个工作人员。话说有家银行有位很难对付的客户，是个日本基金的经理。他个子很小，秃头，60 岁左右，但他掌管的资产足以买下整个亚洲还有余。该银行奉承他好多年了，毫无作用。不过该基金经理有个缺点——就是喜爱高挑、长腿、蓝眼睛的金发女郎。银行知道这样的女孩子一定不会是日本人。

全球搜寻开始了。人力资源部门(HR)表现得非常出色。该银行找到了一位人们所认为的典型的斯堪的纳维亚女士来应付这位基金经理。这位女士——请不要笑——名字叫乌尔丽卡(Ulrika)。她很聪明，讨人欢心，还很有效率，但是有一点——她不懂衍生品，她只了解化妆。不管怎样，该银行雇佣了她，揣测那位基金经理也许对她的衍生品并不很感兴趣，事实也正如预料的。在接下来的几个月里，该基金很快成为银行最大的日本常客。

市场风向

销售人员如果拥有基本的读写能力就是一个优势了。在我任职跨国企业的财务主管时，我们总是受一位销售人员的“覆盖”，这位员工每天早上都要通过一个屏幕新闻服务系统阅读最新的财经新闻。我们通常只要打电话接通相关屏幕看看他都说了些什么。他为我们提供了“市场风向”。每天早上，我们通常都让他做广播人，这样我们又可以免得自己去读那些屏幕信息了。

精通衍生品并不是必需的，但是懂得一些入门的知识当然会有用。如

〔1〕 编辑注：据圣经《马太福音》第二章第 11 节记载，东方三博士带了黄金、乳香和没药(又称末药)去伯利恒献给降生人间的耶稣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果销售人员太懂衍生品的话，交易商们反而会觉得不舒服，因为这显然会威胁到他们。

在“微笑和拨号”的年代，市场营销就是多陪客户喝酒吃饭；分给客户免费的体育门票或者是文化活动的入场券，如果他们有此偏好。销售人员每天都工作很长时间，他们的健康，尤其是他们的肝脏，由于他们疯狂的销售工作而受到持续的劳损。他们忍受着关于孩子、妻子、离婚、宠物等的冗长乏味的故事。格鲁乔·马克斯曾经就指出“生命的秘密就在于诚实和公平交易；如果你能够伪装，那么你就已然成功了”。这样说来，销售人员每个工作日都要铭记那个秘密。

每个人很大程度上都在做同样的事情，要想让自己与众不同是很难的。我记得有两个销售人员，来自存在竞争的两家公司，他们共有同一家著名的网球锦标赛客户。该客户同时接受了这两个公司参加活动的邀请，现在他面临的困难是不能在同一时间出现在两个地方。两个销售员都拉着客户的手不放，试图把他拉进自己的圈子。难免的，他们之间的一场口舌之战开始了。

公司开始使衍生品销售专业化，并聘请专家来提高销售技能。销售部门的培训者主要来自消费品行业，他们几乎对金融市场一无所知。甚至于对销售，他们也懂的不多。他们是天生的顾问人员。

他们提出的有益建议概括起来就是教你怎样观察和了解你的客户。一个好的销售员的标准很简单：整理妆容，穿戴整齐，确认你的鞋子是否擦得雪亮，别忘了手腕上戴上名表(最好是金的)。至于这对你在电话里说服你的客户答应互换交易的作用就不得而知了。你需要对你的客户进行彻底的研究。客户们通常都很不愿提供信息，甚至他们常常不清楚自己想要什么，这只是一个小障碍。我们都学会了一些新名词——独特的卖点(unique selling proposition，USP)、销售计划、营销话术(pitch)、结束提示(closing signals)[1]等。销售培训还引进了做——展——示(presentation)的方式。从现在开始，就不会再有随意的微笑和拨号了。此后销售人员会用做展示来骚扰顾客。

当然，做展示并不是一个坏主意。至少它创造了一种解释问题、产品、收益与风险(四个里能够介绍三个通常就足够了)的一种结构性方式。报

[1] 编辑注：指客户对推销员的话不耐烦，暗示要结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告也许有 60 页——其中也许 50 页都是吹捧自己有多好的。但是要拼凑一份好的报告需要花费大量时间，所以我们为每个产品的报告都制定了标准的形式，只留出一页的空间来区分不同的客户。这意味着，我们要在这页里填上顾客的名字，但是连这一点我们都还是老出错。我就记得好几次造访客户的公司却在展示中写错了他的名字。

寻找差别化是永无止境的。公司开始给客户提供研究报告，其中包括经济分析、市场或者新产品分析。销售员小组增加了一批新人来制造这些数据，很快每家公司都开始这么干。一旦你的竞争者开始这么干，你就没的选了。为了避免现实的或者潜在的竞争劣势，你不得不做同样的事。

研究分析员的市场开始变得非常荒唐；只要能写文章的人都会因编造“研究报告”而得到丰厚的报酬。大多数客户的传真机都塞满了交易商的来函，内容都是他们的具有深刻见解的评论——“由于价格普遍上扬，市场行情俏拔。”一位交易员曾向我透露：他们的策略就是制造大量的研究报告，这样就能堵住传真路径，阻止竞争对手发送他们的材料。

研究报告的数量远高于客户能够阅读的数量，更别提吸收这些信息了。客户们在听完销售人员介绍和阅读他们研究报告的会议后，根本就没有足够的时间来完成他们的工作。所以很多时候，研究报告就直接扔进垃圾筒了。电子邮件倒是及时迅速，但是删除也很方便。

销售部门的精力主要集中在交易建议上；销售人员会为投资者提供更赚钱的交易策略。客户们几乎不需动脑子，所以销售人员总是抱怨他们太懒惰。这是真的。当我从卖方变成买方时，才发现作为客户，想成为天才简直太容易了。每家银行都把各种策略堆在你面前，你要做的就是挑出好的建议。问题是如果你能区别出好点子和坏点子的话，那么你就不需要别人的建议了，这点去问问那位印度尼西亚面条商就知道了。

在销售人员作为建议提供者的时代，唯一的信条就是让客户给关键人物——通常是他们的老板——留下好的印象。所有的努力都要放在寻找晦涩但“确定无疑的东西”上。营销话术就变得甚至更加具有技术性且要绕很多弯子；在礼节上，目前就是必须得提供详细的金融分析。有时，销售人员还会提供一些数据表，让客户自己去建立模型。但是以我的经验，很少有客户这样做——要知道，他们根本不知道怎样去做。

交易商们认为给客户提出一个做成好交易的建议是疯子才会干的事；如果真有这么好，公司早就自己去做这交易了。为什么傻到把自己的客户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成自己的竞争者？“你们这些傻瓜在为谁工作——我们还是他们？”这就是交易商经常厉声挖苦销售人员的话。他们都争着从研究人员那里获得信息，在许多公司，敌意达到了很高的程度，以至于交易员和销售人员分头做研究和数量支持报告。

卖东西给客户总是需要参加“会议”。20 世纪 90 年代，一家非常出名的证券公司邀请我参加它的“日本资本市场会议”，该会议在东京外最昂贵的度假胜地举行。我接受了，这家日本公司负责一切费用。

一开始是星期四晚上的鸡尾酒会；星期五是全体杰出教员讨论最新趋势的系列展示；星期六早上是进一步的展示，而下午则是娱乐活动——高尔夫；星期六还有个结束晚宴。这真是一次繁缛的活动安排，但是为了我的老板，我必须忍受。

星期五，当会议如期开始后，我发现自己坐在一个来自韩国银行的男士身边，我是根据他的徽章判断的。没过几分钟，他就睡着了，还发出打鼾声。这个韩国男人睡了一整天，只在午餐和下午茶的时间醒了一小会，直到晚上他才打起精神来。我们的晚宴是在附近一家著名的餐馆，那个韩国人喝了一整瓶 12 年的麦芽威士忌。他是当晚晚会里最活跃的，连日本主人都没他那么兴奋。直到我们起床了，他才回去睡觉。第二天的会议上，他又接着睡，当天晚上的晚会上，他玩得更疯了。我猜他是不懂英语的（会议的主要语言就是英语），在全程的会议中，他能对金融产品了解多少依旧是个谜。但是，他无疑与交易所里的许多销售人员建立了深厚的关系。

销售流程一般假定和客户建立持续的关系。有时候，也会采取一种不同的实务规则——焦土策略。你在一笔交易中骗走了客户的一切：你愚弄他们。信孚银行的杠杆衍生品部门就将其发展成一种艺术形式。他们对其销售手法的精辟论述亦很著名：“有趣的生意，你知道吗？诱使人们平静地进入那笔交易，然后彻底操他们。”

粗劣的交易

如上所述，交易员和销售员之间存在着固有的紧张关系。交易员会帮助销售员服务客户吗？销售人员仅仅是为交易员们拉生意吗？如果你同这两类人谈话，毋庸置疑，你会得到不同的观点。“他妈的钱都是我们赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，那些笨蛋却挥霍一空。”尼禄经常抱怨，矛头指向交易员们。

不管谁在为谁服务，毕竟是交易员们制定价格，以便销售员小组告知客户。销售员小组从客户那里买进或者卖出，然后由交易员轧平头寸，以期获利。交易员们可以选择即刻，还是稍后再轧平头寸，这完全取决于他们对价格的判断了。

不管交易的是债券、货币、股票还是大豆，工作性质都没有差别。衍生品交易员会将衍生品合约拆成更小的单位，每一个单位代表一类风险，然后分别对每类风险做单独的处理。这也许是对衍生品进行对冲的唯一，也是更获利的方式。

还有一类“流动”交易者，也就是我们通常说的做市商。他们的工作主要是支持销售员小组（至少，销售员小组是这样告诉我的）。完全有可能，某些交易根本就没有客户，这就是所谓的自营交易（prop trading）。这样做的思想就是独立于和客户间的交易而建仓，甩开那群讨厌的销售人员和恼人的顾客（这是自营交易者告诉我的）。我们只有一个目的：通过正确判断市场价格走势获利。

这里“流动”和自营交易的界限很不清晰。流动交易者一般紧跟着客户的指令建仓交易；他们看到客户卖出，他们也卖出。他们偶尔也会因疏忽在执行客户的指令前执行自己的交易。这种扒头交易（front running）是无害的、年轻人的激情行为，是合理的一时兴起的表现，交易员只跟着钱走。

对交易员来说，最主要的事就是赚钱。交易赚来的钱占银行收入的绝大部分。只有一种方法能够赚到钱——低价买进，高价卖出。对不起，忘了第二种方法——高价卖出，低价买进。如果你听交易员们说，你会听到关于其业务完全不同的观点，尤其是复杂性方面。

交易赚来的钱占银行收入的绝大部分。只有一种方法能够赚到钱。

一些交易员对市场力量有极其精细的分析。有技术性分析，包括试图发现价格随时间波动的模型，如头肩型（head-and-shoulders）、上升与下降旗形（rising and falling pennants）、回撤点（retracement points）、阻力线（resistance lines）、振荡指标（oscillation indexes）、相对强弱指标（relative strength indicator，RSI）；还有更多神秘的技术——艾略特波浪（Elliot waves）、斐波纳契数列（Fibonacci Series）、日本蜡烛图技术（Japanese can-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

dle stick techniques)。这个单子可以无限列举下去,完全是清点被宰公牛内脏的现代版。

20 世纪 70 年代,两位学者做了一个实验。他们给一组自称的技术分析人员一系列图表,让这些专业人士分析数据。他们花了好几个小时分析数据,最后还对未来的价格做出了大胆的预测。这些图表其实由随机数据组成,原来是一场恶作剧。

交易员并不因他们是学者而著称,更不因他们是古典学者而著称。但是一谈到交易,他们频繁引经据典,比如孙武的《孙子兵法》或者修昔底德(Thucydides)的《伯罗奔尼撒战争史》。交易员们当然从未读过这些书,他们所知的都是从无意中听到的谈话或者一些关于交易的粗制滥造且极其滑稽的书籍中获取的二手片断。一位交易员将他们的成功归于孙子的一句名言:"兵之所加,如以碫投卵者,虚实是也。"我个人最喜欢的一句(顺便提一句,这是《孙子兵法》中我唯一记住的一句话)是:"利而诱之,乱而取之。"

交易成功只取决于一些简单的法则。具有压倒性的优势当然是好的——你有比别人更多的钱,那么当别人已经被踢出局时,你还可以坚持一阵。合伙也是非常奏效的——和其他的交易员联合起来,看到弱小的"动物",就像狼一样扑过去抓住他们。打伏击也不错——你知道其他人不知道的内幕,至少暂时如此。"流动"交易者就精通伏击。要是有好的运气就真的是锦上添花了——做一个好运的笨蛋要比做一个不幸的天才好得多。

我曾为一家交易所担当顾问,项目是一个新的电子化交易系统。交易员们记录已达成交易的目的是为了计算他们的头寸,传统的做法是在一张大纸(吸墨纸)上手工记录。新推出的系统有了电子版本的记事本;交易员只要进入系统里,做好每笔交易的记录就行了。

斯蒂夫(Steve)并不相信这些:"我不需要这些狗屎。"我把那天早上的交易都输入系统,给他演示这个系统是怎样运行的。我正操作着,却发现一个异常的现象——系统显示的净头寸和斯蒂夫手工算的不一样。"这该死的玩意儿真是没用。"斯蒂夫抱怨道。但是实际上,是他手工计算的结果错了——他把一项买入当成了卖出。根据手工计算,斯蒂夫那天情绪低落——他赔了钱。但当头寸被订正后,那天他实际上很高兴——他赚了。他真是位幸运的笨蛋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雇到交易员并不容易。一次偶然的机会，我和猎头公司的人坐到了一起。我大略描述了我们的要求。但是猎头公司的人对于交易员是干什么的或者说我们要找什么样的人毫无概念。我很沮丧，最后甩给他一句话："听着，找一个运气好的人。运气越好的人越合适。"对方看着我，觉得我一定是疯了。

分析

财经频道会在电视屏幕底部和/或边上设一个滚动新闻条，永无止境地显示价格信息；会定时有个滔滔不绝的脑袋热情地和大家聊；一位"专家"突然出现，一般是银行或交易商的分析员。他们有 5 分钟的专家观点时间，但是大多数时候是主持人在说话。专家，如果幸运的话，能够插进几句话。一条经过深思熟虑的警句还是有用的——"市场正翘首以待格林斯潘主席的国会陈词作为指导。"

你在银幕上看到的分析家也许是忧郁博士[亨利·考夫曼(Henry Kaufman)，所罗门兄弟公司的首席经济学家]和命运博士[艾伯特·乌泽卢尔(Albert Wojnilower)，第一波士顿的首席经济学家]的继承者们。20 世纪 80 年代，他们完全改变了银行的经济学家和分析家所扮演的角色。在这些名人出现之前，分析家们都受聘来完成相对严肃的任务：对经济状况、公司、产品和交易策略进行评估。研究都供内部使用，当然也分发给顾客，但目的是让客户与交易商做更多的交易。最重要的是，研究是一项很严肃的工作。

20 世纪 80 年代，严肃的研究变成了一项娱乐。分析家们变成了一群受过专业培训的表演动物。少数公司，如所罗门兄弟公司，继续进行严肃的研究，并产生了高质量的研究材料，引介了成熟的分析工具，但他们是少数的例外。现在严肃的研究报告都转到了私用领域，并主要用于自营交易。所罗门的研究工作推动了其套利集团的数量化交易，进而又推动了其在长期资本管理公司的校友的数量化交易。但是绝大多数情况下，投资银行分发给客户的研究演变成设计好的"夸大的广告词"，目的是骗客户交易。公司期待分析家们能简要介绍公司和自己。

20 世纪 80 年代，经济和货币市场成为人们生活中不可分割的一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。因为频繁出现在电视的黄金时段，忧郁博士和命运博士变得家喻户晓。他们说什么并不重要，重要的是让人们看见他们，且他们的雇主得以经常曝光。我的经济学讲师转而从事一种新的职业，那就是成为银行的首席经济学家。在一个诚信稀缺的年代，他苦思冥想是否应该加入交易娱乐圈，作为银行的发言人出现在媒体上。

> 当研究的质量下降后，分析师和数量工作人员就增加了。

当研究的质量下降后，分析师和数量工作人员就增加了。在一家投资银行，一个分析师专门研究一家环球资源公司的权益资本。研究报告简直啰嗦得令人难以忍受，不仅如此，内容的相关性也值得怀疑。真不知道这位分析师是在分析还是在经营这家公司！

衍生品研究变得越来越数量化，越来越多的数量技术被应用于市场交易。历史数据被用来测试交易的正确性，然后告之客户，让他们确信并继续完成交易。客户们根本不懂这些——他们是在奉承声中接受这些研究的。

分析师们总是自信自己具备超常的能力，但是他们的业绩表现却很难评估。一个重要的业绩评估指标似乎就是公开发布的分析师排名。一个股票分析师威胁说，如果我不在某家金融杂志的调查问卷中投他们的票，他就将我雇主的评级降低。一个外汇分析师担心除非他们在部门的评比中获胜，否则他升职的希望就很渺茫。

我认识一位学者，他做了一个关于分析师业绩表现的研究。他研究了银行和交易商聘请的经济学家们做的关于未来利率和汇率的预测，还分析了一些证券分析师对未来股票价格的预测。这些经济学家和证券分析师大多数时候都预测错了——他们的专业排名同他们的预测准确度一点关系也没有。这很奇怪！这位学者没有发表该研究结果，因为他自己也迫切希望在银行里找一份研究工作。

20 世纪 90 年代末期，研究报告的腐败程度达到了高峰。有些分析师变得家喻户晓，他们都是互联网泡沫的鼓吹者。过后却披露出，其中的某些人，为了帮自己公司增加投资银行业务，故意发表有关企业前景的虚假的研究报告。内部的电子邮件中把某些业务称作“瘦狗类”，但在分发给客户的报告里，同样的业务却被描绘成“明星类”。

投资银行私底下也相互出钱写一些对企业有利的研究报告。在一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名叫“钓鱼”(spinning)的操作中，银行会给它们试图取悦的公司的执行官很抢手的首次公开发行的股票。实际上就是给他们有保证的利润。分析师的报酬有赖于这些研究带来的生意。研究彻底变成了一种市场工具。

分析师们促使价格违背自然规律。相信理智和效率的少数人就很难理解难以维持的价值通胀。趋势追逐者，又叫惯性购买者，一直不停地买进，因为一直都能赚钱；没人能解释价值高估的原因；说萧条迟早要来的人再也站不住脚了，为这长期的价值高估状态迷惑不已。甚至那些有学问的、诚实的分析员也最终屈服了，针对为何今时与往日不同演进出复杂的理论。价值高估状态就这样持续了下来。”新经济”的理论和高回报还能让市场暂时得以维系，但无论如何庞兹(Ponzi)骗局终要崩溃。

每个上涨市场都受到一种新的范式驱使，每一次崩盘都和上次一样。2001 年互联网泡沫破灭了，纳斯达克指数下挫了 80%。

纽约州总检察长艾略特·史匹哲(Eliot Spitzer)和证券交易委员会(SEC)开始着手处理分析师的事情。一些人被禁止进入证券行业，有些还支付了罚款；但是在繁荣时期，他们早已赚得盆满钵满。最后的损失承担者都是银行和交易所的股东们。华尔街的公司为解决法律纠纷支付了近 14 亿美元。真正承受损失的是那些依靠错误的投资报告以高价买进股票的投资者。

分析师的真正目的并不是为顾客提供研究报告：如果他们真的发现有价值的信息，公司内部的交易席上早就开始行动了。能给客户的东西不过就是一些宣传广告而已，但是客户真正需要的是内幕消息。他们认为，分析师一定知道一些内幕，但结果呢？又不过是一个美丽的谎言。

阶级斗争

在交易大厅里有很森严的等级制度，交易员和销售人员是其中的主要角色。在这个有着复杂等级制度的环境里，自营交易者和衍生品专家处于最顶层。衍生品交易员自恃他们掌握着“希腊字母”(希腊字母是用来衡量风险的)，因而老是嘲笑其他的交易人员。

最主要的等级划分是在前台和后台之间的。交易员、销售人员和分析师是前台；他们是“生产者”，赚钱主要靠他们。后台包括风险管理部门、监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

察部门、法律部门、技术部门、财务部门以及营运部门；他们是支持性的。风险控制、产品控制、交易服务——上头的讲话从不会掩盖支持部门的作用。但是，最糟糕的是，他们也是“成本中心”。前台总是抱怨他们得养那么多张嘴。

在一家银行，交易部的负责人将支持部门称作“收入保障部门”；这个标签暗示了一个未知的已知。后台的存在本身就反映了管理者内心的恐惧和对交易员和销售人们的极度不信任。后台就是要让前台人员的贪婪要有个度。前台和后台之间的彼此反感也许是很好的平衡策略——要让“野兽呆在笼子里”。

后台有很强大但分散的阵容。聘用风险管理人员的目的在于要确保交易员冒的风险在特定的范围内。他们不会让公司因某个疯狂的交易员把月亮的阴晴圆缺和美元兑日元的汇率挂钩而崩溃。风险管理人员会使用极其精密的统计模型追踪交易员的行为。就像双重、三重的间谍，时时刻刻对交易员甚至他们自己人进行侦查。

聘用律师是为了保证签订的每个合同都具有法律约束力。监察官的作用是让公司不要违法，至少不要被抓到违法。他们要让所有必须销毁的文件切成碎片，以防万一。一般来说，交易员和销售人员都不会做交易记录；他们脑子里的档案概念就是黄色的粘在电脑上的便笺纸。监察官要让这些纸条用完后马上消失。

技术部门呢？就是要让那些大型的电脑设备正常运转。发色情的电子邮件、追踪体育新闻、赌博、找工作、偶尔做做交易等，都少不了要用电脑。当然，技术部门的极客(geek)们[1]还会帮管理层维护那些最高端、最高级的电脑或者个人掌上电脑。

技术部门一直在“从前到后”的生产线上忙着，他们的努力是为了使交易从开始到交割都看起来井然有序。但是他们努力的结果往往是使系统变成了“从后到前”。技术部门的软件本来应该是“即插即用”，但是你会发现你买的是“插了以后祈祷半天都用不上的”版本。

财务们算出利润额，然后每个人的奖金额也就知道了。他们要让利润额达到管理层事先确定的宏伟目标。这个数据同实际的业务量没有多大关系，它只同那些无聊的准备金、价值的变化、修订的模型和那些很少有人

〔1〕 编辑注：电脑鬼才的意思，专指不善社交、只迷恋于计算机技术的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够理解的会计规则有关。

设立营运部门的作用是确保该收的收，该付的付。保证交易员的指令得到执行，尤其是一些特殊的指令。要确保你上次商务旅行的费用（其中包括 300 美元的客户娱乐费用）得到报销，营运部门必不可少。

前台和后台之间的怨恨变得更深了。后台工资低、设备老化，还要不时反抗前台推卸给他们的一些责任，他们抱怨每日辛苦劳作却得不到肯定和承认。前台叫嚣他们要养一群后台赚不了钱的人，还得忍受他们的抱怨唠叨。

纽约，一个阴雨的晚上，我看着豪华轿车并排停在银行入口外。天色已晚，大约 20:00 左右；交易员和销售员都打了豪华轿车回家，车费公司报销。我看着后台工作的一群人出来后走入雨中，朝几条街之外的地铁走去，我知道他们要坐一个多小时才能到家。我仔细观察当看着他们的前台“同事”走进等候的轿车时，他们脸上是什么表情。

那些无奈的“无产阶级”偶尔也会抓住机会一泄心中之恨。一次我被叫去充当一家投行的内部调查顾问。交易员通过衍生品帮助一个客户隐瞒了巨额的损失—— 一个“土巴斯”交易[1]。交易员们还自鸣得意地说：“拿出证据来啊。”他们杀气腾腾地激我们。证据我们确实找到了，是在一位营运部门员工的帮助下找到的。原来他们对所有的交易都做了详细的记录，每一封邮件，每一次通信。这样，许多的交易员都被告了“追求一己私利”的罪名。真的，有时底层阶级也会爆发，给予特权阶级重创。

越权行为

每一时期衍生品的巨大损失一定程度上要归于后台部门的失败——营运风险。一次特别难忘的营运风险是英国地方委员会的案例。在 1988 年到 1989 年期间，伦敦的汉莫史密斯区（Hammersmith）和富勒姆区（Fulham）涉入了与交易商之间的 500 多份衍生品交易，总额达到 60 亿英镑。交易的性质并不是对冲，而是对英镑利率的投机交易。地区委员会卖出了许多期权，认为期权费是白得的一样。他们继续卖出期权并用该资金来支持市民

[1] 编辑注：关于土巴斯的解释详见第三章“土巴斯，孩子”一节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的活动。汉莫史密斯一开始很受欢迎，所以随后又有几家当局仿效。

不幸的是，英镑的利率与倒霉的委员会预期的完全相反，巨额的损失随之而来。委员会支付不起，银行开始起诉他们，寻求法律判决。但是存在法律上的问题。汉莫史密斯的审计师[名叫哈泽尔(Hazell)]提出交易是无效的，因为交易越权。也就是说地方当局无权执行该交易。这意味着，一开始交易就是无效的。莫里森可能也想到这样为印度尼西亚人辩护。

法院承认审计师的说法，判定所有的互换/衍生品，除了那些为管理利率风险而涉入的交易外，全都超出地方当局的权力范围，因此都是无效的。关于地方当局涉入这些交易的能力，交易商信赖的是法律意见书。法律意见书采纳的“总体”的或者说“更乐观”的观点被证实为没有事实依据。法院采纳的是一个“不同”的意见。交易商损失了6亿英镑来学习衍生品的法律风险。

关于营运风险，最离奇的一个案例发生在一家英国的商人银行。银行因为内部一个基金经理擅自投资而损失了大约几十亿英镑客户资金。审判时，这位基金经理乔装打扮成一个妇人，并且声称除非签名是“她”新用的女名，否则拒绝回答任何问题。

封建王朝

高层管理者领导着一大帮随从——交易员、销售人员、支持部门人员——投入到战争中。领导者仅提供“策略”或者“商业模式”。格鲁乔·马克斯的说法很具预见性，他说“军事情报就是自相矛盾的说法”。一有机会，他就会讲关于“银行管理”和“银行业策略”的有趣观点。

外人可能很难看出到底谁是领导者。因为美国的投资银行有数不清的总经理。有一个银行家发明了如下排序：MD/NR(总经理/不是真的)；MD/NVI(总经理/不是非常重要)；MD/PLN(总经理/请现在离开)。还有一些联合领导。每多问一个人，就多一重疑惑；被问的人总是坚称自己是掌权者，至少在你问下一个人之前是如此。公司的组织图，如果存在的话，那肯定是一幅比核弹头的结构图形更复杂的画面。

投资银行可能是最后的封建王朝了，它们的统治者就像全能的、神圣的“军阀”。它们的主要将领就像些“浪人”(游荡的商人武士)，他们游荡在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场上随时准备与某“军阀”合作，分享掠夺来的财物。最新的管理理论在这里是不适用的。

交易室就是封建采邑的集合，每个统治者对他的臣民都有绝对的领导权，其势力在于结盟的紧密团结的一伙骑士。他们仅仅因为对共同敌人的仇恨而团结起来，敌人一般都是公司里胆敢侵犯他们领地的内部人员。竞争者还是小麻烦，真正的敌人来自内部。

忠诚度取决于每个统治者分发给下属的报酬——掠夺来的财物中的一份。忠诚度还取决于一些说不清楚的肮脏内幕：能够让人妥协的照片是有用的，它也许揭露了一些不谨慎的金融行为或内幕。

偶尔的流血杀戮是不可避免的。例如，他们常常会在没有任何合理理由的情况下就残酷地陷害之前的同盟者，这样做的目的仅仅是杀鸡给猴看。

最主要的王室游戏就是“分而治之”，即统治者们在臣民内部挑拨离间，使其同室操戈。举个例子，某固定收入部的负责人就许诺帮助他夺权的7个人，事后可以获得高职，我就是这7个人之一。最后以宫廷政变告终。然后，又开始周而复始、生生不息地循环。

野蛮战争

机构之间的业务重叠大量存在。一家银行就信奉毛泽东哲学——“百花齐放”。在衍生品业务上，这家银行会不时运营大量平行的、重叠的投资组合。同一阶段，在纽约、伦敦、东京、多伦多、法兰克福、苏黎世、香港、新加坡、悉尼有许多美元互换投资组合。所有交易席上都做着同样的事情，他们互相之间频繁地直接竞争。

效率决定了存在一种在全球交易的投资组合。该“规则”于全球日在“黄金三角”——从东京到伦敦到纽约再回到东京——传阅。明白事理的银行会遵循该业务模式。但是，在这家全球性的银行，这被证明是不可能。

多伦多恨纽约，因此即使地域相邻，也要与纽约展开竞争。悉尼的交易席上需要某些交易的美元互换价格，亚洲的中心（显然是香港）想要胡乱地敲诈悉尼——悉尼的交易员能够在屏幕上看到市场价格。如果市场的五年固定利率为每年5.51%，那么香港会报价每年5.46%。这其中5个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本点的差额便是利润——香港想要抽干利润。

悉尼的交易商开始抱怨，规则要求他们必须同香港交易。香港这一方说他们的价格受到了“技术因素”的影响。悉尼说，“去他妈的”，开始直接同第三方进行美元互换交易。不到六个月，悉尼就找到了利润颇丰的合适的美元交易。轮到香港抱怨了。悉尼交易员的老板对此是非常支持的，毕竟交易员们充实了他的利润中心。他安慰性地和亚洲方沟通，消除明显的误解，并承诺未来的合作。“滚他妈的，彻底滚他妈的！”每个人都按同一张工作表工作。

然后，伦敦被安排与纽约交易。银行间进行交易时，经纪人充当的是媒人的角色，他们撮合双方，自己从中获取少量的佣金。经纪人一般提供的都是匿名的服务，他们不让交易员们直接插足市场。愚蠢的经纪人还打算撮合伦敦同第三方的银行，被管理方得知，顿时乱作一团，这太尴尬了。那家银行成了笑料。

新的命令于是又颁布了——需要一个新的“业务模式”。于是，将会有一个全球美元守则在黄金三角地区传阅。交易员们都潜入地下，保持低调。公然反抗新政策是不明智的。悉尼甚至按照全球美元守则来做些偶尔的交易，以显示自己的团队合作态度；但是背地里继续运行自己的美元守则。不到半年，悉尼就开始重操旧业了。管理方还得分心到王国其他的地方灭火。

另一个大的跨国银行的亚洲货币交易部甚至从没假意配合游戏。货币交易员同欧洲的客户直接打交道，完全绕过了他们的伦敦同事；伦敦的同事也照样回敬，专门针对亚洲的客户开了夜市。“他妈的！”双方都不满地嚷道。

黄金准则

组织中还有组织，就像俄罗斯套娃一样。一家主要的银行由于担心证券市场上的泡沫，雇佣了一批股票衍生品交易员。这批“浪人”的领袖是一位男士，他还鼓吹自己在特工部里曾经赤手空拳打死过人。这批人直接向银行的高层报告，自己处理自己的事务，同银行的其他部门没有任何联系。

出版商曾经让我推荐一个人来写关于银行策略的书。我推荐了一位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

广受好评的分析师，他是专门做银行产权研究的。这位分析师很有趣。在他的职业生涯中，他发现银行根本就不讲什么策略；从私人角度，他自己作为银行的客户，常常被银行无端地轻蔑。因为他非常清楚特殊的事件会给银行的股价带来什么影响，所以他想想后说道，要去写一些根本不存在的东西，比如说银行策略，真得很困难。

有一家银行对于策略和业务模式的坦诚倒是令人耳目一新。在详细的分析过程之后，他们得出的策略是声明银行没有策略，唯一的策略就是要雇用聪明的人并支持他们赚钱。按照这种策略走倒不是坏事。但是有一个问题——怎么去控制争吵不休的“领主”，确保他们不互相毁灭，使银行避免“嗜血”的疯狂。

事实是，银行的策略很清楚。有一条黄金法则——你有钱，你就能制定游戏规则。衍生品行业那些功成名就的领袖们一定深谙此道。两位非常成功的玩家是艾伦·威特(Allen Wheat)和艾德森·米切尔(Edson Mitchell)。威特一开始任职于信孚银行，后来他带着他的团队转而创立瑞士信贷集团的金融产品部门。艾德森·米切尔一开始在美林工作，后带着他的助手来到德意志银行，发展该银行的衍生品业务。在一次关于衍生品业务的采访中，威特表现出少有的坦率：“跟你老实说吧，我们小声点，但事实是我们所有人工资都过高了。我们做的事其实并不神秘，任何人都能做。”

业务模式

过去，对银行的管理人员和交易员的需求并不旺盛。高层管理人员很少跳槽，整个职业生涯都会留在同一家企业。所以在过去，能从出纳员升到高层也不是什么罕见的事。懂得信用风险(避免为坏账承担责任)、善于讨好客户、相当好的高尔夫技能都是那时必需的素质。

花旗银行总裁沃尔特·瑞斯顿(Walter Wriston)是当今银行界的巨擘。他有两句名言：“风险(risk)，不过是四个英文字母组成的单词”；以及“国家是不会破产的”。第一条，我们很难对他进行辩驳，但是第二条值得商榷。20 世纪 70 年代石油危机之后，石油出口国，尤其是中东的那些国家，拥有大量现金(石油美元)。石油进口国出现巨额的贸易赤字，瑞斯顿让各国际银行的主管将存在银行里的大笔石油美元借给石油进口国，认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家不会破产的理论被证实并不完全有充分依据。花旗银行和其他的一些跨国银行因此在20世纪80年代注销了几十亿美元的损失。

投资银行是私人合伙制企业。首当其冲的管理者是委员会和高级合伙人，他们一般都是公司创业人的后代。当然他们必须要有好口才。总之，不管谁在掌控企业，一些要拿资本冒很大风险的重大决定都是经过共同讨论决定下来的。

金融市场的改变需要有专业的管理。由于巨大的资本需求、更高的交易风险以及年老的合伙人想要撤出资金，投资银行的私有性质再也满足不了这些要求了，甚至连高盛公司最后也不得不公开发行股票。

公司本身的进化并没有带来好的管理者，银行界似乎就是彼得定律的最好例证，彼得定律是说你一直会被升、升、升，升到你不能胜任的位置。在衍生品行业尤其如此。交易员和销售人员只要足够成功，都可以升为公司的管理层。

问题是具有交易和销售能力并不代表就具备了管理才能，出色的交易员和销售员接受了他们本不适合的管理职位。他们不能拒绝这种晋升，要是某位他们不能忍受的人会成为他们的顶头上司，岂不是更糟糕。所以管理者职位是唯一的保护自己的方式。你讨厌你的新工作，觉得没有安全感，所以你要在自己周围布满亲信来保护自己。封建王朝恒久存在。

当然也有例外：阿尔弗雷德·布里坦(Alfred Brittain)和查尔斯·桑福德(Charles Sanford)[信孚银行]和丹尼斯·韦瑟斯通(Dennis Weatherstone)[J. P. 摩根]用铁腕强行将其公司推进现代。有些银行还引进了非银行家的专业管理人员。来自通用食品(General Foods)的艾伦·威特，将信孚银行变成了衍生品的超级企业。因为缺乏对该业务的可靠知识，缺乏支持基础以及对交易中的神秘封建动力缺乏了解，大多数外行们都在其中迷失了，逐渐成为被遗忘的高收入者。

银行和交易商的高层管理者的弱点使他们容易被现代的蛇油贩子[1](管理顾问)忽悠。主要的咨询公司正是利用了银行和交易商中正、副总经理们掩盖不住的不安全感。上头讲话中那些高深莫测的术语让他们晕头转向，所以他们开始让他们的顾问随从来主管，这样构成了对争战不休的军阀的缓冲带。面临艰难决策时，可以拿他们作为托辞；出了岔子时，可以

[1] 编辑注：卖假药在美国被称为贩蛇油。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺手把他们当作替罪羊。

在我的那个时代，大部分公司的管理就是一连串的时尚。我们光辉的领导总是后浪推前浪，大笔的钱都花在了轮替的过程中。那些时尚就是将一些家常道理的奇怪混合物包装成高级科学和难以理解的官腔，例如：

多样化⇒让我们拙劣地做些一无所知的业务吧。

不离本行或专注⇒我们还是重操旧业，如果有人还记得那是什么以及怎么做的话。

权力下放⇒成千上万的小王国大量复制、混战和产生。

矩阵制⇒每个人都要向每个人汇报，没有人知道他们为谁做事、谁在负责。

扁平化组织⇒不具备管理才能的人现在管理着数十个直接下属。

商业过程重组⇒裁减掉那些必要的，留下一些无用的东西。

甚至在我们的日常谈话中都充满了些奇怪的词句：转型(transformation)、单项优势(best-of-breed)、竞争优势(competitive advantage)、范式(paradigm)、竖井(silos)、观念(concept)、再创新(reinvention)、模板(template)、基准(Benchmark)、内包(insourcing)、离线(off-line)、在线(online)、客户资源管理(CRM)、关键业绩指标(KPI)、全面质量管理(TQM)、企业间的电子商务(B2B)、企业与消费者之间的电子商务(B2C)，等等。我们从“紧密拥抱领导者”转为“果敢”，我们给予竞争者“大规模和致命的打击”，我们搞残的竞争者大部分是企业内部的。只有两个术语有意义：一个是“裁减”，意思是大量辞退员工；另一个是“多才多艺”，意思是增加每个员工的工作量，这大量运用于后台工作人员。

管理咨询人员对零售银行业务的了解越来越少，但是他们产业经济学的知识还有点用。交易部门已截然不同了，咨询师空想的业务模式毫无用处，那些术语掩饰了他们对该业务运作的彻头彻尾的无知。

当然，我们也不能老是把责任推给顾问。一家日本的证券公司就吓坏了它的管理咨询顾问，它竟然向他们提出要一个一万年的商业计划。原来，之前该公司曾要求一个 3 年的计划，但是收到的计划看起来就像 1 个月的。他们又要了一个 10 年的计划，收到计划看起来就像 3 个月的。于是日本公司总结经验，西方的时间尺度肯定和我们是不同的。实际上是他们要的是个 10 年的商业计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霍华德(Howard)和我是同时进入大学的,他学的是管理咨询,我学的是银行学。一次,我们一起吃午饭,他给我解释了如何开展咨询业务:任何咨询业务都要从寻找不满的现职雇员或前雇员入手,取得他们的信任。他们告诉他组织内部的问题,以及怎样改正。最后的报告必定要将他们的意见用咨询师的口吻包装,再用些业务模式和一些让人发晕的 3D 图形加以完善。

如果碰巧某高层经理对艺术颇为爱好,情况就不妙了。我工作过的几个经理谈话的内容都不外乎是中年危机啊、红色跑车啦、妻子离婚了(孩子留给妻子)、和更年轻的女士结婚了之类的。在这个过渡时期,他们要尝试更好的生活。所以你会发现常有些奇怪的谈话发生:

我:这个股票指数套利业务太糟糕了,利润已经没有了。我们现在面临很多的分红风险,必须赶快关闭该业务。

我老板:我们要看到更大的画面。

我(很疑惑):什么画面。

我的老板:就像毕加索的画——《三个音乐家》。

我:我想我还没明白你的意思。

我的老板:我们不能只看画板中的主要色彩,我们应该注意图画中的阴影部分,也许我们还要改变视角。

我(我不知道我的老板是傻瓜还是天才):哦,如果你愿意这样说的话。

我的老板:对啊。

要生存下来,说话做事就要保持低调。没有必要抵制最新的时尚。我只要点头,像往常一样做事就行了——试着努力赚钱。没有一个管理时尚能长久持续。你还没回过神来,我们就会有新的"业务模式"和新的范式了。

媒介即信息

复杂的业务决策需要管理层的大量让步。管理层从来就没有"进步"过,他们通常都是"让步"。管理者的时间都花在了大型会议、战略会或者其他恳谈会上。他们不时和当天在任的顾问交头接耳,讨论业务模式或策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地点都是偏远而奢华的五星度假胜地，远离人烟是为了不分神。就像军事领导或者世界级领导人一样，管理层不能一起旅行。分开旅行是为了应付在发生紧急情况时有人掌控大局。一位同事建议说要是把所有的高层管理人员都送上一架飞机去旅游，但是只给飞机只加满一半的油，到时我们公司的业绩肯定会有所改善。

像我这样的凡人很少去度假，一年我们有一次或两次在旅游胜地聚集，召开我们的“非现场会议”（这是度假的庶民版本）。上帝下到凡尘为我们制定好了我们追求的新的策略、业务模式，我们通常慢几拍，仍然试图执行原来的计划。

管理层们会首先展示公司未来的发展方向，然后顾问接过来，解释新的业务模式。困惑的大众有一些疑问，然后分组，团队们将合作剖析模型和执行中的问题。不采纳是不可以的。接着我们还要重新聚集起来。每个小组谈他们的看法，顾问们会把这些意见汇总起来，但是顾问的计划总是看起来和开始展示的没什么两样。

偶尔，会有抱怨说缺乏参与。接下来的一年，就会举行费时的面谈或大会前的预备会议，要求我们参与。参与者然后就抱怨缺乏领导力，以下的进程就会转变为自上而下的策略。

“非现场会议”的内容主要是一些展示。新的技术使得 PPT 演示成为公司生活不可缺少的一部分，如果一个人出现时不带上一组幻灯片，会感觉准备不充分。我在公司时间较久，因而还清楚地记得一次晚饭后，放映幻灯片所带来的广泛的震惊，我到现在都还没弄清为什么要过分地使用 PPT 演示。

演示的内容都很无趣。要讲的内容都浓缩在一些狭小的方框内，上面的内容都是些不合语法的词句片断，演讲者逐字逐句地读着或者根据关键点做些发挥，奇怪的、不能解释的评论和图表出现又消失。演讲者要不时地确认放映的是正确的幻灯片。这种报告形式就这样慢慢融入到每个人的生活中。

“非现场会议”的内容总是关于 3C 的——合作（cooperation）、协调（coordination）、交流（communication）——让有敌意的双方能够合作。所有的团队都应该更好地协调、更好地交流，我们当然同意这些观点。星期一，我们在宿醉未醒和疲倦的状态下听完这些会议，然后又继续回到我们熟悉的 C 状态——冲突（conflict）中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苦役

“非现场会议”演变成联谊会议。交易室是一个很传统的地方，同性之爱是绝对不会被允许的。想要和你的同事亲近，或是找回你妩媚的一面肯定会引起他人的惊恐。尼禄称之为“同性恋那档子事”，他是不接受的。但是人力资源部的专家可就要辛苦了，他们招聘时需要仔细辨认。重点转移到了体育赛事上，在交易室里，强烈的竞争精神让人安心。很多人又开始回到健身房锻炼身体了。

不同桌的员工还可以采取游戏的形式来联结人际关系——跑步、游泳、团队运动。公司还开展了一些颇具杀伤力的游戏，如射箭、飞靶射击运动。其中彩弹战争——战争的一方试图用击发器和彩弹除掉对方的一种游戏，就非常流行。还有如攀岩、蹦极跳、急速下降等游戏。在这些竞争性游戏中，由于非理性亢奋，受伤时有发生。当亚健康、身材走样而又醉醺醺的成年人尝试极限运动时，自己造成的伤害很普遍。

在同一群高大的、侵略性很强的东欧数量分析师进行的一场足球比赛中，我摔肿了屁股，脚也扭伤了。骨折是常事。在一次射箭比赛中，一支箭射中了一个女人的手臂。

由于此类游戏日益增加的受伤率，于是又开发了一些心理游戏。其中有一个游戏是建立团队互信的，由一个培训师来教我们。该游戏是关于聆听和信任的：一个人首先被蒙上眼睛，然后再摸索着走过泥泞的障碍物；搭档呢就在一旁大声喊叫，给蒙上眼的同事做引路指导。结局往往非常糟糕。我不记得有谁最后真的成功越过了那些障碍物到达终点。尤其是那些高管，失败就更不可避免了。

培训师没见过像我们这么差劲的团队，我们不听教导、不信任任何人。他没有同交易员一起工作过。

小报文化

交易室里小报文化非常流行，而且对于女士也颇为歧视。在交易室

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里，女士们要么被看成是性感女神，要么看成是性冷淡，还不时对女性开一些裸露的、庸俗的性玩笑。

男人断言女人不是“正常的人”。在上次的脱衣舞俱乐部和高尔夫课程中，女士们的表现很令男士们失望。交易员们还说女人们真没有幽默感，叫她们穿短裙、性感内衣，或者摸摸她们的肌肤、口头上的性爱又有什么可笑的呢？

2004 年，摩根斯坦利同它四年前解雇的债券交易员艾莉森·席佛林(Allison Schieffelin)达成了法律和解。摩根斯坦利赔付给席佛林女士1 200万美元，另外还拨出4 000万美元来掩盖 340 位女性提出的性歧视诉讼。该公司因差异性的培训项目拨款2 000万美元，但不承认他们做错了。摩根斯坦利担心关于它员工的性骚扰丑闻被搬到法院上公开审判。

但是女士们不易得到晋升、工资差异、工作条件等问题以及每日面临的骚扰依然存在。很少有女士能够坐到高级交易员的位子。当公司选择一位非常有资格的女士担任亚洲区的负责人时，克瑞姆说到：“她像男人一样出色，都是站着撒尿的。”

关于交易员的猥亵的、愚蠢的行为也时有耳闻。一个星期五，货币交易席上的交易员刚吃完午饭回来，吵吵嚷嚷的。其他交易员们让他们安静一些。没想到，其中的明星级货币交易员竟然爬到交易席上，撅起他的屁股，对着抱怨者的方向放屁。不幸的是，这个交易员放屁未遂却把大便挤出来了。这简直太滑稽了，很快这个姿势成为这个交易员的标志性姿势。不久，这个交易员离开了这家公司。到了新公司，还是被要求重复那个表演并遭受强迫。

这一行为反映了年轻、肾上腺素、过多的可支配收入、酒精和“团队”运动。每个星期五的晚上或是星期六的早上，你要是去酒吧，总能遇上这些交易员，见到上述情景。那些不参与的人反而被当作异类。尼禄过去就常常说我是“出于道义原因而拒绝服役者”。我必须忍受无穷无尽的玩笑和戏弄。

引人注目的高薪

交易员们非常享受这个令人兴奋的、具有挑战性的、报酬又高的工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离开大学四五年后，他们还不到 30 岁，如果有足够的天分和运气，他们中的一些就能挣到一年 6 位甚至 7 位数的薪金。豪华轿车、房子、名牌服装、最新的电子产品和玩具、高级餐厅、外出度假，以及漂亮的女人（有些是按小时收费的）都是这种交易员生活方式的一部分。有些人还很喜欢收集艺术品和美酒，还有少数人为了增加交易室里的嗜血气氛，还迷上了毒品。

随着时间的流逝，高收入带来的效果完全不一样了。离婚、维持这种开销和生活方式，都需要大量的钱。金钱变成了成功的计分卡。

迈克尔·刘易斯（Michael Lewis），出版了《说谎者的扑克牌》和《新新事物》两本书的成功作者，描写了美国长期资本管理公司是怎样一步步走向失败的。刘易斯发现他自己被某种类似“妒忌”的东西所牵引。汉斯·胡夫施密特（Hans Hufschmid），刘易斯在所罗门公司的前同事，在长期资本管理公司时的投资曾经达到 500 万美元，至少在该公司崩溃前是如此。刘易斯体会到某种类似于轻松的感觉：胡夫施密特并没想象中那样出色，对吗？

在香港，一家当地的银行破产了，但它的一位高层银行家却获得了 100 万美元的偿付。这无疑触犯了众怒。这位银行家马上召开了新闻发布会，为自己辩解说，他帮公司赚的钱有 700 多万美元。而在薪金这个问题上，他的妻子对公众的反应也很愤怒，要知道这么少的钱对于维持他们的社会地位是远远不够的，如果被人知道她的丈夫只赚了 100 万美元的话。

交易员们的生活完全锁定在工作和赚钱两方面。他们穿得好，住得好；读的东西都是些工作方面的材料，偶尔也会读几本商务书籍（比如某些著名商界人士的自传）、一些低俗的流行小说和间谍小说；看的呢，也不外乎是 CNN、FOX NEW、BBC、SKY 新闻和一些财经频道，这要取决于他们的国籍、政治立场和他们常光顾的旅馆。他们生活在一个隔离的世界中，享受的是高级的商务旅行，乘坐的是奢侈的交通工具，住的也是五星级的旅馆。身边围绕的都是些男管家、男女仆人、厨师、生活助理以及专用的培训师等。总之，其他人都帮他们打点好了一切，而他们自己变得什么也不会干了。

我很多年前的一个同事彼得（Peter），有一次帮我买晚饭。到了商店才知道，他们不收信用卡。这可难坏了彼得，他没想到还有地方不用信用卡的，但他没带现金，于是只好去餐馆附近的自动取款机去取钱。他去了很长时间都没回来，所以服务员和我都出去看是怎么回事。原来他正在和他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私人助理打电话，让助理教他怎么用取款机呢。他自己已经好多年没用过了，一向都是助理帮他做的，而他自己就是靠做复杂衍生品交易生存的。

还有一位同事——克里斯(Chris)，对冲基金的负责人——最近离婚了。他开始频繁地飞往巴黎参加商务会议，结果他是去找人洗衣服，因为他不懂怎么用洗衣机，他很喜欢巴黎雅典娜皇室饭店(Hôtel Plaza Athénée)洗衣服的方式。

有些人退出了该行业，他们已经赚够了用不完的钱。有些人进入政界。一位交易员还去做学徒，准备当个手艺人，专门做教堂风琴。这就是他一直以来想做的事情。但是，大部分人还是留在了他们唯一了解的世界中。

种族清洗

当我刚入行时，从事该行业的人都是清一色的白种盎格鲁－撒克逊系清教徒(WASP)。就像美国人只穿布克兄弟(Brooks Brothers)、英国银行家总穿萨维尔街(Saville Row)的高级服饰。

对数量分析技术的需求为印度人、中国人以及东欧人创造了就业机会。数学及科学的技能为通往交易大厅的职业生涯开启了道路。许多亚洲人先进入本国的外资银行，然后找机会移民国外，又从那里跳槽到其他银行。有一段时期，衍生品市场很大部分人才都是由某家银行培养的。有句话很引人注意："他们培训最好的人，却留不下最好的。"

在衍生品行业里，盎格鲁—撒克逊人和拉丁人通常要负责销售和结构，中国人、印度人和东欧人负责交易和建模，WASP 们就负责运营整个生意。假以时日，每个文化都发展出自己的网络结构。一家欧洲银行的衍生品部门就完全掌握在一帮印度人手里。种族意识泛滥成灾。

> 盎格鲁—撒克逊人和拉丁人通常要负责销售和结构，中国人、印度人和东欧人负责交易和建模，WASP 们就负责运营整个生意。

交易室类似于巴别塔。你能在里面听到英语、西班牙语、德语、俄语、汉语和印地语。法兰克福一家德国银行的衍生品交易席上主要说意大利语，这很清楚地反映出大多数员工的原籍。"这个你用英语怎么说？"最有讽刺性的谈话和误解发生在英国和美国同事之间，他们的语言都是英语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当被问到对某公司前景的看法时，英国人答道："它已达到上限了。"美国同事以为这是积极的评价，所以买进了该公司的股份。这个短语的意思是说鞋底快穿破了，即他们正苟延残喘。这位美国人当然赔了不少钱，一直不停地抱怨他的英国同事。

一家德国和意大利银行的合并就因长期拖延和在怎样操作上存在分歧而饱受困扰。媒体评论员刻薄地评论道，这是用"德国人的才华加上意大利人的效率执行的"。文化误解在银行里广泛存在。

国外业务

拉丁美洲、亚洲、东欧的市场一开放，银行和交易商就蜂拥而至。他们进驻像印度尼西亚(我们面条商所在地)这样的国家。吸引他们的是这些地区的增长和更高的利润率，以及开始新一轮的犯罪的机会。新的市场需要工作人员，但是能够具备当地知识，尤其是语言和合同的合适的候选人很稀少。能够流利地说韩语和英语的衍生品专家作为稀有之物可得到 100 万美元的签约奖金。衍生品专家的任职资格包括语言技能以及与顾客是校友。

卡洛斯(Carlos)二十五六岁左右，出生于一个富裕的阿根廷家庭，他舅舅曾担任过短期的内阁部长。卡洛斯受美国教育，说一口漂亮的英语和流利的西班牙语。他衣着很有品位，对美食和葡萄酒颇有研究，但是他对金融市场一无所知。他一直告诉我们他认识阿根廷的许多大人物。高层管理者确定卡洛斯正是合适人选，并雇用他来掌管我们在拉丁美洲的衍生品部门。

我们雇用许许多多的卡洛斯们，还有卡尔们(Karl)、米盖尔们(Mikhail)和弗拉基米尔们(Vladimir)来负责我们的东欧市场，以及类似布迪的人物负责印度尼西亚市场。他们带领我们找到当地的猎物。我们解释产品、强调卖点，他们和顾客对话。如果顾客感兴趣的话，我们就会和当地的销售负责人一起紧紧抓住这笔交易。

这与"微笑和拨号"有一些不同。在东欧做业务需要早上 10:00 送上一瓶伏特加；在亚洲，装有回扣的"红包"有时是必需的。当我们问印度尼西亚的销售负责人："你们把送客户篮球比赛的门票叫什么？难道这不是贿赂吗？"他受到了冒犯。我们默认了，我们赚的钱不要太多哦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易员们期待当地雇员解释该国拜占庭式的政治阴谋，以确定其对价格和利率的影响。1998 年 7 月，一家投行在俄罗斯的销售部的负责人——一位俄罗斯绅士，还宣布一切正常，因为他同他的财政部长堂兄刚谈过话。市场疲软就是购买机会。1998 年 8 月，俄罗斯违约。

1997 年，我同印度尼西亚市场的负责人严肃地谈话——泰铢刚贬值，我问道印度尼西亚会怎样呢？——一切正常。他的亲戚是政府高级官员，告诉他说事件尽在掌握中。印度尼西亚的央行不会步泰国后尘，撤出泰国的资金会跑到印度尼西亚。不到一个星期，印度尼西亚的央行就扩大了交易限制，这是贬值的前兆。印度尼西亚盾汇率从2 000掉到10 000。面条商的命运已成定局。这位负责人还说苏哈托政权是稳定的，印度尼西亚不会有暴乱发生："印度尼西亚不会出事的。"但是，就在当年，苏哈托下台了，雅加达发生暴乱，他的公司包租专机将外籍员工送到了国外。我们认为他们知道，这又是一个美丽的谎言。

20 世纪 80 年代，我问同事们，为什么会贷款给那些根本就偿付不起的拉丁美洲国家，这是很可笑的。他描述他是如何造访一个拉丁美洲国家，发现政府官员太有魅力且充满智慧。比如，他在一个可爱的乡村俱乐部做客，招待的全是法国食物和美酒；他还参加了一个赛马大会，非常文明。在他长达 48 小时的考察之旅中，他对这个国家形成了有利的印象。这就是他建议发放数十亿美元贷款给这些国家的全部理由。

败在伦敦，转战香港

侨民被送往那些没有法律的荒蛮之地运营国外公司，以牢固控制和维持标准。一位朋友带着他的妻子小孩全家搬回亚洲，去管理公司的股权衍生品。他的妻子把他们的经历描叙成"生活在度假胜地"。

即使是按银行业奢侈的标准，那些委派的侨民的待遇都太优厚了。住房津贴和大量补助使其生活非常舒适。他们住在只有外国人的高档小区。在那里，商业人士及其配偶只同"门当户对"的人交往。他们和当地的商业领袖、政府高官及专业人士合作。他们认识的其他的当地人便只有男仆、女仆和司机了。语言、文化的阻隔和对未知的恐惧使得这些侨民将自己和当地普通人隔离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我回忆起在亚洲金融危机时期，和一群侨居印度尼西亚的银行家度过的一个怪诞的夜晚。谈话的内容是关于一个法国大使的新职位。要不要去香港看滚石乐队的音乐会？家里的上网速度很慢是个问题；女人们老是抱怨找不到好的女仆，抱怨不可能在当地找到一个会做漂亮的意大利酱汁面条的厨师。在他们居住的外国人社区不远，100 000个居民正挤在贫民区，每天生活费不到 1 美元。那帮银行家们直到此时还对政权的更替持怀疑态度。苏哈托政权不会面临任何威胁。

对于有家室的银行家来说，侨居生活是丰厚的收益、低税收和职业机会的一个精妙平衡。有些人正如单词“FILTH”所描述的，败在伦敦，转战香港(failed in London try Honkers)。但是要回来并不容易。他们的配偶被贿以数量众多的女仆、厨师、司机，以及在新泽西或伦敦南部郊区不可能享受到的生活方式。对于年轻的银行家来说，侨居生活是青春期和校园生活的延续；意味着一轮又一轮的欢迎和欢送侨民的晚会。

对男人来说，性放纵是侨居亚洲的重要部分，周末一般会在曼谷、芭堤雅海滩或马尼拉，话题是 LBFM(娇小的棕色的性机器)。

翻译失误

有少数侨居的银行家成了“当地人”，对当地的文化产生了强烈的爱好。他们开始探索玛雅文明、爪哇艺术、俄罗斯圣像和茶道的精妙。他们的穿着也开始入乡随俗，还学起了当地的语言。

大多数侨居者处于两个极端之间。有些人笨手笨脚，跌跌撞撞；一些稍微认真的人会努力融入当地生活，学些当地的语言。

格雷格(Greg)，是东京衍生品销售部门的负责人，日语说得非常流利。当被问到东京的生活怎么样时，这位说话简洁的伦敦东区人只是说和伦敦的生活没什么两样。在进一步的逼问下，他评论道，住在伦敦看到的是巴特西(Battersea)电站，住在东京看到是新宿(Kawasaki)电站。尽管日文很好，但格雷格仍用英文主持会议：他的客户中几乎没有人知道他懂日文。

尼禄和我来到东京参加一系列的会议，目的是向日本银行推销我们的衍生品。一次会议上，我们和三位日本执行官辩论，其中职衔最高的那位年级最长，不怎么会说英语，他的下属帮他翻译。会议期间，他不停地转过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问他下属问题。在回我们办公室的路上，我问格雷格日本人谈话的内容。“没什么。”他回答。我便不再追问了。但是，尼禄的好奇心起来了，他一再要求格雷格翻译一下。格雷格说那不重要，但尼禄逼得更紧了。格雷格越拒绝，尼禄就越紧逼。格雷格厌倦了这个游戏，翻译了他们的谈话内容。尼禄是个大块头，其宽度几与其高度相当，他的另一个外号就是蛞蝓。那位年长的日本人问他的同事：“那个胖鲸说了些什么？”

也许最尴尬的跨文化事件发生于一位交易员访问日本期间。他想把他的名片翻译成日文应该会有用。他的官衔是“交易员(固定收益部门)”。而日文却翻译成了“从事固定薪金业务的交易员”。这张名片使得困惑的日本客户脸上呈现出异样的表情。看来这个翻译真是失之毫厘，谬以千里！

生命中的一天

最近，我和斯蒂夫一起吃饭。我们认识很久了。我们曾经共事过，之后还保持联系。

“老兄(Maaateeeee)”，他叫道。“mate”，或更深情的叫法“maaaate”和“maaateeeee”表示英国交易员之间的亲密。末尾的“eeeee”越长，表示关系越亲密。在美国，对应的词是轻描淡写的“伙计”(guy/dude)。“老兄，你不会相信，”斯蒂夫低声咕哝道，“我们都碰上了。叛徒，斯大林主义式的大清洗，改写历史，我们都碰到了。该死的空中掩护也没出现，他妈的。”

大概一年前，斯蒂夫加入了新启动的衍生品项目——该新生事物为一家信誉卓著的银行所拥有。员工们都有股权，包括斯蒂夫。当然还有其他的股权投资者。

头起得很好，但是现在却失败了。老板从一家美国银行引进一个高管，已对“业务模式”进行了审查，顾问们也开发出了“战略选择”。整个运营就要结束了，老板又要从头再来。

整个的过程是灾难性的。对业务的审查暴露了主角之间根深蒂固的憎恶。一位高管是个叛徒，他出卖、背叛了他的同事。他揭露了业务中的问题、收入差异、未被披露的风险等，他想谋得第一把交椅。斯大林主义式的大清洗阶段开始了：高级雇员又重新发现了“个人兴趣”，对支持者及其同盟者进行清洗，历史又在改写。失败者的名字消失了，他们的行为也被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

彻底否定。老板决定关闭整个业务。其他的股权投资者搞了个由头，怂恿经理们在股东之间挑拨离间，以从中渔利。在关键时刻，投资者们都不知哪里去了，空中掩护也没出现，整个公司从内部爆炸了。

斯蒂夫和我好坏时期都经历过。现实就是，我们的工作本身就是残酷和不稳定的。在好的时期，我们会有许多好生意，会赚很多钱，作为对我们工作的“狗咬狗”的性质、制造效益的残酷压力和畸形的同事情谊的补偿。还有坏的时期，你被迫解雇那些你喜欢的人。有些人，你雇佣他们时曾许诺一份精彩的事业，现在你却要解雇他们。他们有家庭，有贷款，有责任。当你告诉他们解雇的消息时，你根本不敢看他们的眼睛。

有一段时期，我们工作的公司裁减了 20%的员工。如果要一一进行个体谈话人数太多，因此都是通过交易室的公共广播系统解雇的。安保人员走到你的桌子旁，没收你的门禁卡，你的私人物件被扔进垃圾袋，人也被护送出门。在呆伯特[1]式的转折中，一家公司使用电子邮件来处理：于是每个人都紧张地打开屏幕，看看自己是不是被解雇了。在另一家公司，一群人被召集起来集体通知被解雇了。这感觉就像是把人们塞进一间房，然后再扔进一颗手榴弹。

我清楚地记得，当公司被竞争者收购后，克瑞姆被解雇后的反应。当时大约是晚上 20:00。他走到停车点，找到自己的车，那是作为他的补偿方案而租借给他的一辆古典款的保时捷。他径直开到公司大楼前，加快油门，将车撞向大厅的那些厚玻璃板大门。克瑞姆平静地从车里走出来，锁上车门，启动车的安全系统，然后从房子里走出来，沿着大街走，把车钥匙扔进了排水沟。

我看着斯蒂夫：他 48 岁了，和我同年，他看起来很疲倦。像我一样，在这个行业做了 20 多年，大学一毕业就入行了。他有两任妻子，两次婚姻的子女都混在一起生活。他一生中赚了很多钱，也花掉很多钱。斯蒂夫现在失业了，要重新开始非常困难。这是年轻人玩的游戏。

当我刚刚进入银行业时，前提是要老老实实在这家公司做一辈子。你可以升到公司的高层。这是个美丽的谎言！就像我在整个职业生涯中告诉我们的客户、我们的老板和我们自己的那些话一样。

〔1〕 编辑注：美国 20 世纪 90 年代最成功的连环画中的主人公，是个倒霉的技术职业者和小上班族，身边总有陷害他的上司和一群神经质的同事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　买方:真实的谎言

这个行业的买方就是那些与银行进行衍生品交易的顾客、公司和投资者。他们进行这些交易是为了对冲风险、管理风险暴露,有时也为了投机。这就是银行——卖方——之所以存在的原因。

在杜鲁门·卡波特(Truman Capote)的小说《蒂凡尼早餐》(Breakfast at Tiffany's)中,欧·杰·博曼(O. J. Berman)如此评述郝利·戈莱特利(Holly Golightly)(小说中女主人公):"你错了,她是个骗子。但是,在另一方面,你是对的。她不是骗子因为她是真正的骗子。她相信她所相信的一切胡话。"买方世界就像——一个真实的谎言的世界。它与银行这个美丽的谎言的世界构成完美对应。

当我为交易商工作的时候,我与买方交易;接着,我调换了工作,帮买方与卖方那些昔日的同事或竞争者交易。也就是说,我亲历了美丽的谎言和真实的谎言两个世界。

> 买方世界就像——一个真实的谎言的世界。

买方与卖方是不同的。在《诚信的背后:华尔街圈钱游戏的真相》一书里,弗兰克·帕特洛伊(Frank Partnoy)精练地抓住了它们之间的不同之处:"卖方是在挂断电话之后说'操',而买方是说完'操'之后再挂断电话"。

买方觉得他们比卖方聪明,他们认为交易商在撒谎。卖方觉得他们比买方聪明,他们认为客户在撒谎。客户认为付给交易商的报酬太多,也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是说交易商获利比自己多;交易商也知道自己的获利比客户多。交易商鄙视客户来钱容易,客户为渔利无情地让他们和竞争者们相斗;鄙视买方没有勇气做卖方。交易商鄙视他们自己,因为他们不得不为了谋生而巴结这些人。

反目成仇

我去伦敦拜访尼禄。他当时负责所有对冲基金的销售工作。“你好,你这个该死的老狐狸。”他已经几乎原谅了我倒戈到买方一边的事。我告诉他我所知道的每件事都是从他那里学来的:这是一个老笑话。我想他相信了。

一位交易员正在接电话,脏话连篇。“这些笨蛋正在询问标准,他们想跟你说话”,这位长着一张娃娃脸的交易员对尼禄说。“是他们。”尼禄向我使眼色说道。

“他们”当时是首家对冲基金。当对冲基金与银行进行衍生品交易时,得交付担保。每天,银行根据当天的价格计算出交易的盈亏。假如交易结束后欠银行的钱,那么对冲基金就必须交付现金或政府债券来弥补潜在的损失。这样,交易商(银行)就保护自己免受对冲基金不能履约的风险。争论的焦点是关于尼禄的银行所算出的与“他们”之间交易的损失——银行要的保证金太高了。

对冲基金一直都是银行的宠儿。他们交易量很大,单凭交易量就可以使他们成为优质客户。他们带有一种神秘性,并且他们赚钱的方式看起来非常精明。交易员们喜欢和他们交易,以便知道他们在干什么。他们可以影响价格的变化。同时,如果你能知道他们正在做什么,那么你自己就可以进行同样的交易。

对冲基金也需要银行,但是他们对每一笔交易都会精打细算,将银行的利润压榨到最小。他们会告诉你他们将要进行高达 1 亿美元的交易;你随后就会发现他们同时已经与市场上的其他卖家做过了类似的交易,这使得你很难从你的头寸中解脱。对冲基金是神秘的、残忍的和傲慢的。他们表现得就跟交易商一样。

有传闻说“他们”正处在麻烦中。尼禄拿起电话,“听着,混账东西,”他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用专用于优质客户的最礼貌的方式说道，“标准维持现状。这就是你碰到的市场行情。你不喜欢它？去死吧！如果你不喜欢它，就处理掉所有可恶的交易。我将派人告诉你欠我们钱的数目。”电话那头痛苦地反对着。

“你他妈的聋了吗？”尼禄对我使着眼色说道，“定价维持现状。你要么现在就把他妈的钱补齐，否则我现在，立刻就把你所有的头寸平仓让你出局。快点。”电话那头传来痛苦的叫声。“现在听着，给我仔细地竖起耳朵听着？混账东西。要么补钱要么平仓。我向你保证我会通知街上每个人我们将清你出局。怎么样？”尼禄无比痛快。“祝你好心情，老兄。”

尼禄转向我，说到：“宝贝，他们滚了。做好准备，他们快完蛋了。他们为了自己的利益，过分摆架子和耍聪明了。”几个月之后，这家对冲基金倒闭了，而银行通过结算他们的巨额头寸赚了大把的钱。对冲基金似乎相信了他们自己的谎言。处于买方地位的公司和投资者频繁地死于真实的谎言。

风险事业

公司沉迷了降低风险，但并不是一直这样。直到 20 世纪 80 年代，公司都鲜有套期保值和承受金融风险的机会。公司的总裁站起来宣称如果美元没有贬值，利润本应该很高的。但贬值是上帝的行为，根本不在财务的控制范围以内。衍生品的出现意味着公司可以进行套期保值了：财务部门开始出现，其任务就是排除风险。问题是衍生品并不能完全排除风险。

假如你运营一家航空公司——很自然地，你缺少石油。缺少石油表示航空公司需要购买石油来保障飞行。如果石油价格上涨，那么你就受到了损失，因为你的成本上升了。如果石油价格下跌了，那么你就赚了，因为你的成本下降了。

航空公司在管理石油价格风险时，可以有以下几种选择：

(1)什么也不做。在石油价格下降时，这种方式可以起到最好的作用。更低的石油价格降低了航空公司的成本。但是，如果石油价格上涨，这将是一个很坏的选择。

(2)购买石油远期。这种方式锁定了购买石油的成本。当石油价格上涨时这种方式最好；当石油价格下降时，将公司的石油购买成本锁定在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个相对高的价格就很差劲了。

(3)买入看涨期权。当油价不稳定时，这种方式是最好的。如果油价上涨，那么你执行期权，在协议价格买入石油。另一方面，如果油价下跌，那么你放弃执行期权，作为替代，你只需在市场上按更低的价格买入石油，问题只在于你支付的期权费。这就是说，只要石油价格的变动超过了你支付的期权费，不管是上涨还是下跌，航空公司都将受益。

(4)卖出看跌期权。这有点套期保值的意思。当油价较平稳时，这种方式最好。航空公司通过卖出期权获得了期权费收入，这降低了购买石油的成本。但当石油价格变动较大时，卖出看跌期权将毫无意义甚至面临风险。如果石油价格上涨较大，航空公司仍然处在油价风险之中。如果石油价格大幅下降的话，对手方就会执行期权，迫使航空公司按照比市场价格高得多的价格购入。

在不知道石油价格将怎么变化时，你无法进行套期保值。它是会上涨还是会下跌呢？波动性将会有多大呢？套期保值不是意味着减小风险吗？我套期保值的目的不正是想可以不需要知道石油价格将怎么变化吗？公司里面的财务人员，即会计或类似人员对于已知的已知感到自在。但是对冲是关于已知的未知——或者是未知的未知？这是一项风险事业：一个真实的谎言。

任何套期保值都是超现实主义的：期权可以从菜单上划掉，花期权费去购买期权是浪费，卖出期权是赌博。你要么什么也不做，要么购买远期。什么也不做有一个优势：在公司里面做错事情比不做事受到的惩罚更大。购买远期可能是最好的选择，因为你买到了确定性并且它不需要你付出。对吗？错！

远期合约有成本或者收益，也就是现货价格与远期价格之间的差价。如果石油现货价格是每吨 100 美元，而远期价格是每吨 110 美元，那么远期合约的成本是每吨 10 美元。石油价格必须上涨至少 10 美元/吨，你才会获益。这就是成本。

那么，远期合约确保了确定性吗？航空公司的石油购买成本被固定下来了，但是问题并没有结束。假如这家航空公司做了套期保值，但是它的竞争对手没有做套期保值。如果石油价格下降，那么我们的航空公司的石油购买成本是固定的，但我们的竞争对手却从低油价中获益了。如果竞争对手降低机票价格会怎样呢？哎哟，我们的航空公司被固定的石油购入成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本困住了，实际无法承受降价。我们降价也是死，不降价也是死。如果我们降价的话，那么我们的收益会下降而我们的成本仍然不变。如果我们不降价的话，顾客就会流到价格低的竞争者那里去。在这种情况下，套期保值提供了一个确定性——那就是死。

这个公司的财务人员很高兴——他进行了充分的套期保值。唯一的问题就是这家航空公司倒闭了。用一个著名的外科医生的话说："手术取得了完全的成功，只是病人死了。"这些年有很多著名的套期保值导致倒闭的案例。接下来就是一个例子。

魔法王国

在1985年，沃特·迪士尼(Walt Disney)认为存在一个货币套期保值的问题。公平地讲，这家公司有很多问题。随着以米老鼠和唐老鸭为主角的一系列动画片的诞生，沃特和罗伊·迪士尼(Roy Disney)创建了受人尊敬的迪士尼公司；迪士尼公司已经发展成多元化的娱乐公司。它从来没有意识到它将提供一种全新的娱乐，以至于哈佛大学商学院都将它拿来作为案例研究。

问题由"社区发展"开始，也就是房地产。迪士尼的管理层认为他们的确也在从事着房地产业。阿纳海姆(Anaheim)和奥兰多(Orlando)的迪士尼主题公园在其周边地区引起了房地产业的繁荣，旅馆、综合性的商场和居民住宅纷纷建立起来了。迪士尼公司决定设立自己的"社区发展"部门，来为公司带来现金收入。问题是迪士尼公司看起来根本就不懂房地产业。

借款为房地产部门提供资金使得资产负债表相关项目膨胀。占借款很大部分的短期项目已经是原来的三倍。在1983年，迪士尼公司有大约1 500万美元利息；两年之后，他们已经有4 200万美元利息。公司的开支也翻倍了。在理论上，1984年迪士尼公司已经赚了9 800万美元，相比之下，1983年是9 300万美元，1982年是1亿美元。迪士尼最大的利润中心是会计部门。在1984年，他们贡献了7 600万美元——"投资税收抵减带来的会计变更的累积效应"。

柔弱的鱼儿的行动总会吸引捕钓者。这个案例中的捕钓者是一家著名的强行收购机构——索·斯丁堡(Sol Steinberg)和诚信保险公司(Reliance Insurance Company)。诚信公司发起了对迪士尼公司的恶意收购，迪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士尼公司的管理层用悠久的时尚对此做出了回应——他们考虑了股东。接着，他们考虑了自己。迪士尼公司最后买回了诚信公司所持有的股权，为了达成停止收购的协议而拱手给了强行收购者可观的利润。迪士尼公司花了 3.28 亿美元来回购 420 万的股份，这又加速了它短期负债的逐步增长。

迪士尼公司的确存在货币套期保值问题，这与东京迪士尼乐园有关。东京迪士尼乐园由一群日本投资者拥有，而迪士尼公司则将它的名字、人物和商标作为特许证让日本所有者使用，从而获得特许费。在一个令人消沉的世界里，东京迪士尼乐园就是一座希望的灯塔。它简直就是救星——特许费高达 80 亿日元（折合3 200万美元），并且有希望每年增长 10%～20%。日本人喜欢米老鼠和唐老鸭。

特许费是用日元来支付的。收到特许费之后，迪士尼公司不得不将日元转换成美元：如果日元相对美元走强，那么对他们有利；但是如果日元疲软，那么他们将遭到损失。这就是迪士尼公司面临的货币风险。迪士尼公司不得不对货币风险进行套期保值。他们担心日元会贬值。

不明白他们为什么会这样想。从 1982 年到 1985 年的年中，日元对美元的汇率在 1 美元/230 日元～1 美元/257 日元（大约 12%）之间温和地变动。1984 年底开始，日元有轻微的贬值，即从 1 美元/246 日元变成 1 美元/250 日元。购买力平价理论认为相对通货膨胀率是未来汇率的指示器。高通货膨胀的国家（美国）的货币相对于低通货膨胀的国家（日本）的货币将贬值。日本的通货膨胀率非常低，只有美国的一半。迪士尼公司很显然没有注意到这一点。

迪士尼公司进行套期保值很有可能是因为其他的原因。从东京迪士尼乐园收到的日元特许费价值 80 亿日元或者说3 200万美元。由于通过特许费来获得的收入基本上没有成本，所以这个收入大部分都是纯利润。如果你从 1984 年的利润（9 800万美元）中扣除这个特许费（3 200万美元）和会计部门“利润”（7 600万美元），你会发现迪士尼公司事实上是亏损的。哈巴德大娘的橱柜是空的。[1]

迪士尼公司关注的焦点在于美元兑日元的汇率：每变动 1 日元，迪士

[1] 编辑注：来自著名的英国童谣集《鹅妈妈童谣》中的《哈巴德大娘》的第一段：“哈巴德大娘来到橱柜旁，给她的小狗拿块骨头尝，可是橱柜里啥都没有，肚子咕咕，可怜的小狗。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼公司的赢利会发生 13 万美元的变动。汇率上很小的变动就可能激起疯狂的分析，很小的变化就会被苦思冥想为一个新趋势的预兆。迪士尼公司从东京迪士尼乐园收到的日元特许费在过去很多年中一直在快速增长。对于这种长期投资，为什么要在乎美元兑日元的日汇率波动，并且还要进行套期保值呢？对于公司而言，所谓“长期”就是下一个季度的经营结果。

进行套期保值的重任落到了罗夫·安德森(Rolf Anderson)肩上，他是公司的财务主管。他审视着两种选择：以一个协议汇率提前卖出其日元特许费对美元的远期(远期合约)或者借入日元贷款使将来要收到的日元特许费与日元债务的偿还相匹配。远期合约被否决了。在更长的付款期中，市场不能变现；远期合约也会占用宝贵的银行信贷额度；另外远期合约也很贵。看样子，安德森选择了相对便宜的那一种。布迪一定会同意的。

迪士尼公司委任高盛集团安排日元资金。高盛建议迪士尼公司发行欧洲货币单位(ECU)——欧元的前身——的债券，然后将欧洲货币单位互换成日元，从而获得便宜的日元借款。高盛公司将承销这一债券的发行，并且安排其与一家法国国有公用事业公司进行互换。这家法国公司早前募集到日元，希望将其转换成与法国法郎有关联的欧洲货币单位；它可能很晚才意识到日元与法郎是不同的。这家公用事业公司并没有日元收入或资产，这使它面临货币风险。

哈佛商学院的案例研究表明，当安德森在加利福利亚研究高盛的建议时，让他印象深刻的是“从纽约到欧洲到东京，把国际资本市场上这些因子组合起来，才促成该交易”；“高盛公司将这些交易撮合到一起表现出相当高的独创力”。欧洲货币单位债券的承销费和日元对欧元的互换的收益也可以作为高盛公司突然迸发的创造力的佐证。

迪士尼公司适时地发行了欧洲货币单位债券，并把它互换成了日元。欧洲货币单位债券的发行非常成功。欧洲投资者购买这些债券，因为债券罕见的价格和家喻户晓的迪士尼公司的名字。我可以想象得到在伦敦城某个“军械制造师们”的大厅内举行的庆功晚宴：有祝酒词和吹捧声，有一个“墓碑”(记录了交易细节的有机玻璃块)要发放，金融新闻报道了这个交易事件。很奇怪会有一个行业用墓碑庆祝成功。我希望安德森会喜欢这个“墓碑”，因为他为之付出了代价，每一分钱，一直到现在。

至于套期保值问题，它是固定的，不是吗？日元特许费的现金流与互换中的日元支出并不完全匹配。存在着一个期限的问题——货币互换的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期限是十年,而日元特许费的期限要更长。仅仅是细节而已!

在首次进入国际资本市场获得成功之后,迪士尼公司 1985 年 12 月又进行了类似的第二次欧洲货币单位的交易。另外,它还以瑞士法郎和澳大利亚元发行债券,然后将它们互换成日元。迪士尼公司对国际资本市场有着无限的狂热。银行与交易商们把安德森与迪士尼公司作为他们快速获取利润的手段。

迪士尼公司的一通忙乱正撞上一桩重大事件。在纽约广场酒店,G-7(世界上经济最发达的 7 个国家)的央行行长达成了一项罕见的协议。在这个协议下,日本央行将被迫让日元升值。日元对美元剧烈升值,最高达到 1 美元对 80 日元——大约升值 310%。一个不断升值的日元对迪士尼公司可不是什么好消息。

由于日元升值,迪士尼公司大量的日元借款(通过货币互换得到)变成了更大的美元项目。这也是印尼盾持有者曾经面临的问题。升值的日元借款代表了更大的货币损失。迪士尼公司没有一项能够用来对冲所获得货币收益的日元资产,它只有未来的日元收入,但这些收入只有在将来收到时才能进入资产负债表。日元的每次升值就代表着迪士尼公司借款的损失。这个损失来自于要将日元借款转换成美元的结果。难道迪士尼公司就没有考虑过套期保值对会计账户的影响?难道可以减小货币风险就是迪士尼公司进行套期保值的全部意义?

至少在现金流上,迪士尼公司得到了匹配。它收到日元特许费;它支付日元作为货币互换的本金和利息。收到日元,支付日元。在资产负债表上的日元项目是一个问题,但不管怎么样,不是实际的现金或货币。

1988 年 4 月,迪士尼公司再次试图固定它的货币风险,与花旗银行和日本长期信用银行(LTCB)达成了一项融资协议。这一协议规定迪士尼公司将它未来 20 年的日元特许费收入的大部分卖给银行,而从银行获得价值 7.23 亿的美元。迪士尼公司将它的日元特许费现金收入卖出了,以确保它从东京迪士尼乐园获得的收入不受日元对美元汇率的影响。但仍然存在的日元互换又是什么情况呢?迪士尼公司需要日元来完成互换的支付。如果它没有足够的日元收入(超出支付花旗银行和日本长期信用银行的数额)的话,它照样会面临日元对美元的汇率风险。现在,这将是一个不同的风险。之前,迪士尼公司处于日元多头(获得日元特许费收入)并且面临日元贬值的风险。现在,它处于日元空头(在互换下它要支出日元)从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面临日元升值的风险。

那么，套期保值是成功的吗？我不敢说。从事后来看，套期保值并不是什么伟大的决定。当汇率在 248 日元/1 美元时，80 亿日元价值3 200万美元；但当汇率变成 100 日元/1 美元时，就值8 000万美元了。也就是说，每年迪士尼公司就损失了大约4 800万美元。在十年中，那可是无数的米老鼠衬衫啊。这就是套期保值的成本即货币损失。不是非常特别的或是非常成功的例子是不能进入哈佛商学院案例的，所以我一直都没搞懂迪士尼案例到底是作为好的套期保值例子还是差劲的套期保值例子而成为案例的。

带状避险或叠状避险，又一个套期保值风险

20 世纪 90 年代，套期保值的风险再次显现。MG 炼油与销售公司(MG Refining&Marketing，MG)，德国金属公司(Metallgesellschaft AG)的美国子公司，是一家从事贸易、金融服务和工程的大型公司。德国金属公司主要由德意志银行、德国德累斯顿银行、戴姆勒—奔驰股份公司、德国安联保险集团和科威特投资局拥有。看到这些所有者，也许你会认为他们至少知道一点套期保值和风险方面的知识。MG 公司的确有很完备、很复杂的风险处理指南，但它看起来没起什么作用。

作为扩大在美国业务的战略的一部分，1991～1993 年之间，MG 公司与它的客户签订了期限为 5 年和 10 年的长期合约，以固定价格出售石油提炼产品(比如汽油、柴油、燃用油)。MG 因此面临原油价格上涨的风险。它需要从市场上购买原油用于提炼，然后按照合约以固定价格卖给客户。MG 公司同意对这些与客户签订的合约进行全额的套期保值，它通过原油期货合约和场外交易市场上的原油远期与互换来对它的风险进行套期保值。

MG 公司的商业计划书中非常精确地总结了它的策略："我们的风险管理程序……不仅可以保护我们的赢利免受现货市场的风险影响，而且可以给我们带来无风险增长利润的机会。"

MG 公司对其客户的标的头寸总计超过了 1.5 亿桶。它的套期保值头寸由 0.55 亿桶纽约商品交易所的西得克萨斯中质原油(WTI 原油)期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货和 1 亿～1.1 亿桶 OTC 市场的原油远期/互换组成。到目前为止，一切顺利。MG 公司的套期保值完全就是按照它的套期保值指南在做。

有一些细节是令人担心的。MG 公司持有的大部分头寸是近期合约，需要每个月进行滚动展期。由于每月 MG 公司要向其客户交付一定量的提炼原油产品，所以它的头寸应该每月递减，这样可确保它的期货头寸与它在合约下要向客户交付的量相匹配。比如说，如果 MG 公司在 5 年中每月需要对 100 万桶进行套期保值，那么它总共需要 0.6 亿桶(100 万×5 年×12 个月)的套期保值头寸。MG 公司可以通过在 5 年中，每个月购买 100 万桶的原油远期来套期保值——带状避险(the strip hedge)。或者，MG 公司可以在一个月直接购买 0.6 亿桶原油远期；在这个月结束时，MG 公司可以卖掉 0.6 亿桶并且为下个月买 0.59 亿桶进行套期保值。这种方法可以每个月重复进行，这叫叠状避险(the stack hedge)。

MG 公司采用了叠状避险的方法，因为近期合约有较大的流动性。MG 公司也可以利用合约滚动时的交易机会来最优化它的套期保值。在一些文化中，叠(stack)这个词表示机动车事故——更低成本和获利这一古老的塞壬[1]的歌声将 MG 公司引诱进了事故多发地段。

叠状避险意味着 MG 公司持有非常大的头寸——市场中最大的一个。每个人都知道这一点，这使得 MG 公司很难对它的头寸进行滚动。MG 公司还有额外的风险，主要是“合约延期费”。MG 公司暴露在原油远期价格曲线的变动风险之中。这点非同寻常。有时远期价格高于现货价格——“期货溢价”(contango)；有时远期价格低于现货价格——“交割延期”(backwardation)。它由“技术原因”——更多的买者或更多的卖者——所驱动。MG 公司利用了市场中的交割延期；每次滚动头寸时，MG 公司都降低了它的原油购买价格，增加了它的利润。

1993 年底，原油价格急剧下降，并且原油远期合约价格高于现货价格。这导致 MG 公司在套期保值上的交易出现了巨额亏损，大约 10 亿美元。这个套期保值的损失被未预期到的对客户的远期销售的赢利对冲了。它在销售合同上的赢利和在原油远期购买合约上的损失匹配得完美无缺。MG 公司的套期保值起了很好的作用——几乎非常好。

---

〔1〕 编辑注：古希腊传说中半人半鸟的女海妖，惯以美妙的歌声诱惑水手，使其船只或触礁或驶入危险海域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MG 公司在它的期货头寸上需要补足 10 亿美元的保证金，而它根本就没有准备这么多现金。它的损失被它销售的原油产品的利润弥补了，唯一的问题就是利润要 5～10 年中才能拿到，而 MG 公司现在需要现金。

MG 公司针对这个危机迅速采取了措施，雇用了大量的顾问，这些顾问建议将套期保值头寸平仓。不清楚为什么这样的行动就是最好的方案。

平仓那么大的头寸使得损失更加严重。每个人都知道 MG 公司正在平仓；对 MG 公司的怠慢成为了那个月的流血运动。更糟糕的是，将期货套期保值头寸平仓使得未实现的账面交易损失变成了实际的损失。事实上 MG 公司是被套期保值的，只是存在一个很小的现金流问题。最糟糕的是，将套期保值头寸平仓使得 MG 公司暴露在了潜在头寸的风险之中。如果原油价格上涨，那么 MG 公司就可能发生损失，这个损失是易变的原油价格与固定的销售合约价格之间的差价。这正好就是接下来发生的并引发了进一步损失的事。

迪士尼公司至少从它的套期保值冒险中存活了下来——但是 MG 公司却破产了。而且仅仅是由于它的股东想挽救它的一个重要努力导致了它的破产。

这不完全是坏消息。MG 公司提供了一个具体的案例，那些从来没有交易经验的学院派现在接受 MG 公司的头寸是“真正的”套期保值了。当发生流动性危机时应该怎么做呢？对此一直存在争论。套期保值并不能完全起作用，仍然存在“基差”风险、“交易”风险（大额头寸）和“融资”风险（MG 公司显然忘记了它需要钱以便支付可能发生的保证金补充）。MG 公司就这样走向了灭亡。

我也如此

1999 年，阿散蒂金矿（Ashanti Goldfields）的经历最终证明了套期保值灾难并不是世界一流公司的专有事物。阿散蒂，一家加纳黄金矿业公司，进入黄金远期市场对它的黄金产出进行套期保值。20 世纪 90 年代后期，各国央行出售它们的黄金储备，导致黄金价格更低。这导致了黄金采矿业者（包括阿散蒂）更激进地增加黄金销售远期合约，以保护它们免受黄金价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格下降的影响。

1999 年 12 月 26 日，15 家欧洲中央银行令人惊讶地宣布了对它们在未来 5 年内出售黄金的限制，这导致黄金价格上涨到了令人激动的峰值，从每盎司 253.7 美元(20 年最低价)上涨到了每盎司 320～325 美元。阿散蒂公司的黄金远期合约在黄金价格上涨之前是赢利的(大约 2.9 亿美元)，但之后出现了巨额亏损(大约 4 亿美元)。当进行交割平仓时，套期保值的损失被实际以更高价格销售的黄金的赢利对冲了。

但是，阿散蒂公司的合约是现金“结算”的。阿散蒂公司，像 MG 公司一样，不得不用现金补足它在远期头寸上的损失。对于阿散蒂公司，交易商并不准备冒加纳的国家风险或与之相关的风险。这些损失引发了显著的保证金压力；阿散蒂公司没有能力支付未预料到的追加保证金。因此对阿散蒂公司进行重组就成为了必需，包括卖掉一个关键的坦桑尼亚矿山、稀释股东权益，以及对它的套期保值头寸进行重构。

银行给予了很多公司“成熟的”套期保值者的表彰。金融杂志对它们的套期保值操作也有奉承性的简介。所有这些赞美只不过暗示这些公司为银行带来了很多业务和巨大的利润。

“财术”或剥光的新娘

一旦掌握了套期保值业务，公司就迅速地进入了交易。

掌握了套期保值业务之后，公司就迅速前进，试图在交易商自己的游戏(交易)上打败交易商。1991 年，联合利昂(Allied Lyons)公司[现在叫联合多美(Allied Domecq)]，一家英国的食品和饮料公司，在货币期权交易上损失了 1.5 亿英镑。它的财务部门不是对公司的风险进行套期保值，而是想通过货币期权交易来获利。在一个前银行家的领导之下，联合利昂公司的财务团队努力“对公司损益表的底线有所作为”。他们卖出货币期权，这使公司损失了很多钱：他们对公司损益表底线的作为便是 1.5 亿英镑。

不同寻常的是，将公司内的交易提高到一个新水平的是保守的日本人。他们是美国管理理论的盲目的爱好者。他们已经使用了弗雷德里克·泰罗(Frederick Taylor)和爱德华·戴明(Edward Deming)的成果改革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了制造业;现在,他们对金融管理也想做同样的事情。这就是财术(zaitech或 zaiteku)——金融工程。

财务部门,一个公司中的金融功能部门,现在成了利润中心。支持者非常仔细地研究了迪士尼公司自 1984 年以来的利润表,其中会计部门是其利润的主要贡献者。财术的意思就是指通过对金融工具的交易来为公司赚取利润。银行能够通过自营交易来赚取利润,那么普通公司也同样可以利用它们自己的现金流来赚钱。用管理的行话讲,这叫"内部化"(internalization)。财务人员认为一直对风险进行完全覆盖成本太"昂贵"。他们可以非常小心地时不时进入或退出套期保值,始终提高公司损益表的底线。这是赌场式的公司。

日本公司非常热情地接受了财术。《广场协议》之后,日元升值对那些靠低估的日元生存的日本出口公司造成了严重的伤害。汇率的这一变化使得日本公司不得不改变公司战略,纷纷将工厂迁往国外。不幸的是,你不可能在一夜之间就将一家汽车工厂移动到阿拉巴马州。日本公司努力使用财术来产生收益,以掩饰主营业务微弱的利润。

公司纷纷交易外汇、债券、商品,甚至股权。衍生品,凭借着杠杆效应和表外项目的特征,成为了理想的交易对象。这导致了非常多的笑话。最著名的要属这个:"丰田汽车公司有多少人在生产汽车?""四个人。一个人设计,一个人制造,两个人去交易长期债券。"

最著名的财术是"日本权证套利"。日本公司发行附带权证的债券,这个权证让购买者有权购买公司的股份,实际上是认购期权;隐含的期权费,可以使公司获得低息借款。

日本公司之间相互竞争以便获得更低的借款利率。交易商们竞相给予日本公司更低的利率,债券的息票率达到了零;甚至在一些时候,实际的借款成本是负的。负的利率代表了什么呢?贷款者付钱让借款者来借钱,也就是说贷款者收到的钱比他们借给借款者的钱要少。日本真是一个奇怪的地方。

那么,日本公司将这些借来的钱用到了何处呢?他们将这些钱投资到了期限相匹配的债券上,从中获取他们收到的利息和他们要支付的利息(假如他们要支付的话)之间的差额。这些公司将这些利差收益作为利润。在含糊的日本会计规则下,发行这些债券时根本就不考虑权证是否会被执行。看起来公司们也丝毫不担心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这比《爱丽丝漫游奇境》更怪诞。公司们开始投资他们自己或其他公司发行的附带权证的债券。其中权证被剥离，只剩下债券。权证的买方支付较高的期权费买入权证，期望日本股票市场的上涨（在那些天里，只有日经指数在上涨）。这个期权费使得债券的持有者能获得较好的收益。这一切都是由衍生品——某种资产互换——的魔力所带来。

公司几乎以零利率发行附带权证的债券，然后这些公司再投资于同样或相似的更高利率的债券上，从而锁定利润。这不是不可思议，而简直是疯了。交易商们根本就不关心，他们的钱进进出出。很多职位和很多幸运儿在日本权证游戏中被创造出来。

我在一家大型跨国企业曾任过 8 年的财务部门主管。我从未搞明白我们到底有什么竞争优势。

我们从交易商那里获得信息，他们告诉我们信息是希望我们能和他们交易。他们很少告诉我们那些事关重大的信息，与客户分享这些资料太昂贵了。我们并不是做市商，所以我们可以选择交易的时间。但是无权制定价格也就意味着你不能明白正在进行的所有事情，你完全要靠他人来告诉你，假如他们愿意这么做的话。我们并不必对市场上的每一笔交易进行评价，我们可以将它们一直持有到期，获得时间价值；时间总是可以掩盖很多过错。

我们有一笔货币套期保值业务，在两年时间中交易了六七次。我们可以清仓，或是取消交易，然后再重新开仓。我们用这种依赖于货币波动的策略赚了很多钱。几年之后，有交易员问我关于这些交易的情况。“我们到底是怎么做到这么好的呢？我们怎么会成功掌握货币的运动的呢？”我微笑着看着他。我们仅仅是当所持有的头寸在赚钱时进行交易，当头寸亏损时，我们只是让它们躺在那里并且满怀希望地等待着。如果这样仍然一直亏钱的话，那么我们就持有它作为套期保值——就这么简单。当然，我没有将这些告诉他，我只是谜一般地微笑着，意在树立教皇般永不犯错的形象。

在财术盛行的时候，日本公司的利润中有很大一块其实是从金融市场上获得的。在很多公司里面，从金融市场上获得的利润占了总利润的 20%～50%。在一些公司，财术的利润所占的比重甚至超过了 100%；这就是说，这些公司的实体经济部门没有赚到任何钱。

20 世纪 90 年代早期，这个泡沫破灭了。开始陆续有公司公布亏损，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些亏损总额高达几十亿美元。投资者抱怨没有公司投资实体企业，因为有了天才的财务。公司的董事会发现了管理方法，风险管理重新时髦起来了。当财务在赚钱时，没有人关心什么这些。将财务部门作为利润中心已不再时髦。

日本权证市场又怎么样了呢？在 1989 年达到39 000多点的顶峰之后，日本的经济、股票市场和所有的一切都来了一个向下俯冲。几乎没有权证被行权。日本的公司确实知道一些事情——他们在他们公司的股价达到市场高位时卖出了看涨期权，从而获得了收益。只留下权证购买者在那舔伤口。

在日本经济繁荣时期，日本炙手可热。西方公司的管理人员们学习日语，并且对“全面质量管理”、“敏捷系统”和“零缺陷”这些日本管理思想耳熟能详。一些公司甚至想引入一首公司歌，能够像日本公司那样在每天早晨和晚上来唱。这些被模仿的管理技术实际上源于美国人。泰勒和戴明再次复活。

在被随意扭曲之后，曾经将财术出口到日本的美国和欧洲的公司，现在开始复制它。学术人士和评论员赞扬财术是一场革命，但是盛宴已经结束。一家美国公司——宝洁，将财术毁灭了——用令人叹为观止的方式。

宝洁公司的赌博

1993 年，各种各样的事情都被夸大了。各地的公司都被报道出在衍生品交易上产生了亏损；在这张令人消沉的名单中，无可争议的明星是宝洁公司。加上别的许多事，我明白了 Proctor&Gamble(P&G)中的赌博是什么意思。默顿·米勒讽刺地将 Proctor 比作寡妇，Gamble 比作孤儿。

宝洁公司与美国信孚银行(BT)进行了一笔复杂的衍生品交易，结果损失了 1.57 亿美元。“衍生品非常危险，我们深受其害，”宝洁公司抱怨道，“我们绝不会让这再次发生。”宝洁公司及时地对信孚提起了法律诉讼。

宝洁公司有一段所谓的从事复杂交易的历史，主要的目的是降低借款成本。宝洁公司财务部门作为成熟金融运作的榜样上了金融杂志。当这些交易被夸大之后，宝洁公司的财务部门似乎受雇于完全不同的其他人。用公司董事长的话说，他们就是“乡村嘉年华上的农家男孩”。这完全是未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知的未知，他们完全依赖交易商。爱德维科可能早就明白这一点。

1993 年秋季，宝洁公司需要对一些债务进行再融资。到期的这些债务的成本是商业票据(CP)利率减去 40 个基点(万分之四十)，宝洁公司希望对这些债务以相当的或更低的成本进行再融资。美国信孚银行根据宝洁公司的利率期望和风险参数提出了两个建议。宝洁公司参照其中一个方案进行了交易——5/30 关联互换(5/30 linked swap)。在后续的诉讼中，还暴露出宝洁公司进行了基于德国利率的第二桩结构性产品的交易。

有蛛丝马迹表明，这些交易与宝洁公司早前拒绝的提议相类似，那些提议被拒绝的原因是它们偏离了公司的指导思想。很显然，杠杆性衍生品的销售团队给了宝洁公司不同的交易版本，这些交易的风险程度不同。作为一个玩笑，美国信孚银行的一名分析师抛出了一份杠杆效用高得惊人的结构化产品。令美国信孚银行瞠目结舌的是，宝洁公司居然选择了这个产品。

信孚从这笔交易中赚了大约 760 万美元，对于衍生品交易来说这也算是一笔很大的利润了。

信孚从这笔交易中赚了大约 760 万美元，即使按照衍生品交易的过分的标准来看也算是一笔很大的利润了。这导致了杠杆衍生品交易部门的头杰克·拉文(Jack Lavin)所再三念叨的反应，“我以为我的那话儿都掉了”。这比性要好些。看起来，宝洁公司完全就没有明白他们已经向信孚银行支付了一张大额支票。凯文·哈德森(Kevin Hudson)，负责与宝洁公司交易的销售人员，在一段与其未婚妻的被录音的电话谈话中，声明他们不知道这个交易的杠杆比率，也不知道信孚银行从中赚了多少钱。“这就是信孚银行的聪明之处。”他总结道。

这笔交易的本金是 5 年期的 2 亿美金。宝洁公司收取 5.30%的固定利率，支出浮动利率。在最开始的 6 个月中，宝洁公司支付商业票据利率减去 75 个基点；在这之后，宝洁公司支付商业票据利率减去 75 个基点加上价差。这个价差由以下公式计算：

[98.5×(5 年期固定到期日国库券/5.78%)－30 年期美国国债价格]/100

在这里：5 年期固定到期日国库券是指一种特殊的 5 年美国国库券利率，30 年期美国国债价格是息票率为 6.25%的 2023 年 8 月到期的国债。

宝洁公司支付的利率依赖于价差项的价值，价差项可以简化为：

[17.04×5 年期固定到期日国库券－30 年期美国国债价格]/100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照此项交易的条款，价差不能小于零。这意味着宝洁公司融资的最低成本是商业票据利率减去 75 个基点。

这个价差表面上是 5 年期固定到期日国库券与 30 年期美国国债之间的差额。这是误导性的。价差基于一个收益率和一个价格。宝洁公司实际上购买了 5 年期和 30 年期的国债。如果收益率曲线上升任何一点，宝洁公司都会损失(因为利率价差的扩大)。宝洁公司已经卖出了基于 5 年期固定到期日国库券利率和 30 年期美国国债价格的 6 月期看跌期权，不管是有意的还是无意的。收到的期权费降低了借款的成本。

这要冒 5 年期固定到期日国库券利率的风险。这个 5 年期固定到期日国库券利率被乘以 17.04(在简化公式中)用于将 5 年期固定到期日国库券利率转换成价格。在做了这样的调整之后，5 年期固定到期日国库券在总量上就是 30 年期头寸的 4 倍，并且在价格敏感性上是后者的 2 倍。尼禄可能很快就能意识到结构上的杠杆效用所在。

这笔交易对利率非常敏感。如果收益率曲线上升，那么价差就会下降。如果收益率曲线变平(5 年期固定到期日国库券与 30 年期国债之间的利率价差下降)，那么，价差就会上升。一个上升的价差将导致宝洁公司的融资成本上升。如果价差上升超过 75 个基点，那么，互换的收益就会受到侵蚀，宝洁公司的融资成本就会高于商业票据利率。

宝洁公司面临着收益率曲线下降的风险(尤其是 5 年期固定到期日国库券利率的变动风险)。如果 30 年期国债的价格是 98.5，而 5 年期固定到期日国库券利率是 5.85%，那么，价差就是 118 个基点。如果 5 年期固定到期日国库券利率上升 5 个基点达到 5.90%，那么，价差就会上升 85 个基点(达到 203 个基点)。

在交易的时候，价差是 0.170 7%。之后，美国国债利率上升。美国国债的收益率曲线也变平坦了。价差变得非常大。宝洁公司被迫支付高于商业票据利率 14.10%的利率，这导致了 1.57 亿美元的交易损失。

宝洁公司起诉美国信孚银行进行了错误的解释。一段下流且经常让人感觉不快的信孚银行内部谈话的披露让信孚银行的竞争对手们幸灾乐祸。交易员们热衷于最新的信孚/宝洁公司的肥皂剧，而不是体育节目和动画片。

这个案件的焦点在于这些交易是否是宝洁公司的内部方针。事后来看，根本不是宝洁公司的内部方针。许多宝洁公司的职员被开除或委以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“特殊任务”。高层管理者和公司董事宣称他们不够了解情况——无处不在的“无赖”交易员真是招灾惹祸。

宝洁公司宣称他们没有能力去理解所进行的复杂交易；信孚银行抗辩称宝洁公司有着复杂交易的历史。宝洁辩解信孚银行存在误导和欺骗性行为。据称信孚银行对宝洁公司在交易上的损失撒了谎：抓到的一段录音中，信孚银行的一位高级职员指使另一个人，一旦机会来临，就将两个价值（实际的损失和宝洁公司被告知的更低的数字）变得更接近。

宝洁公司声称它之所以进行这一交易，是基于其“有保证的”稳操胜券的特征，使交易可以限定风险，并且也能够将风险期限缩短到六个月以下。而信孚银行则声称它只有在被要求时才会按照市场价格回购这些期权，除此之外，没有其他任何义务。

该交易存在着“专有的”估值公式；宝洁公司不能确定这些结构化产品到底是怎么定价的；宝洁公司的律师要求公开用于交易的估值“公式”。信孚银行的辩护律师回应道：他的客户可以透露自己产品的私密估值公式，前提是宝洁公司必须提供其产品的“私密”公式。这简直太具有娱乐性了。

这项诉讼最终在 1996 年结案了。法兰克·纽曼(Frank Newman)，信孚银行的新老板，快速地了结了这项被诉讼案。这件事情对信孚银行而言后果非常严重：银行和证券业监管者的调查导致了一项关于杠杆性衍生品销售方面的协议，重新任命了高级人员，并且信孚银行为它的杠杆性或结构化的衍生品交易暴露的风险预提了 4 亿美元准备金。

宝洁公司的交易和其他类似的案例破坏了信孚银行一再吹嘘的衍生品业务特许权，这曾是该公司全球业务的基石。很多人离开了。信孚银行成为了一个空壳。随后，它被德意志银行收购了。财术时代结束了，至少在一段时间内。

土巴斯，孩子

财术是指获取金融利润，土巴斯是指让损失消失。

20 世纪 90 年代，对财术取而代之的是土巴斯(tobashi)。在日语里面，其动词形式 tobasu 的意思是“飞走”。财术是指获取金融利润，土巴斯是指让损失消失。日本的公司和投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者在泡沫经济破灭之后的一段时间里遭受了巨大的损失。衍生品提供了一个隐瞒损失的方法，但即便是衍生品也不能施魔法，让损失消失殆尽。

如果你有了损失，你只需将其延期并且随时间推移分期偿付。假设你借钱给一家处于困境中的房地产公司。你借出的1 000日元现在只值 600 日元了，损失了 400 日元。为了掩饰这个损失，你可以与你那乐于助人的交易商进行交易。它借给你1 000日元贷款，但你不得不与交易商同时进行一笔本金为2 000日元的利率互换，在十年内你要支付 5.34%的年利率。这个利率要比实际的市场利率(3%)高 2.34%(或者说是 46.80 日元，由 2 000×2.34%得到)。十年内额外的支出等于 400 日元损失加上利率加上交易商的利润。你的损失就魔法一般消失了。也不完全是：它仍然在那里，只是以较高的互换支出存在。只要没人发现这点，你就保存了你的颜面。

你不想随时间推移分期偿付？作为支付基于日元的 5.34%利率的替代方案，你可以选择支付基于2 000日元的 3.00%的利率。喔！唯一的难题在于交易商能够在十年结束之后将它再延期 20 年，如果它这么选择的话。不喜欢这样？试试像交易商所要求的那样，基于日元或美元或瑞士法郎支付 3.00%的利率？不适合，是吗？为什么不在美元/日元的汇率处于 100 日元到 115 日元之间时支付 3.00%，而在汇率超过这个区间时支付 5.50%呢？印度尼西亚人与美国投资银行最终的互换交易就是古老的土巴斯交易。

这种混合是没有止境的，但都换汤不换药。你以一种令人迷惑的方式随着时间的推移支付你的损失，你卖出期权并且期权费可以一定程度上弥补你遭受的损失。如果你对期权的赌注错了的话，你将陷入争斗。无论如何你已陷入了争斗，管他呢！交易商们一般喜欢痛苦的客户。在战争时期，衍生品交易员可以被派到战场上用刺刀刺伤员。在日本的交易商，主要是外国投资银行，赚了一大笔钱。

土巴斯交易是为了让损失消失，但不幸的是，它们也使一个交易商消失了。它就是瑞士信贷集团的金融产品部门(Credit Suisse Financial Products，CSFP)，自受艾伦·威特领导之后，它就被起了个绰号，叫威特第一证券。威特离开信孚公司之后，带着他的团队创建了 CSFP。它在土巴斯业务上一直处于领先地位。1997 年，CSFP 为日本信贷银行(NCB)设计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一个结构化衍生产品，这个产品使得日本信贷银行在两年内都不必披露其710亿日元(折合6.21亿美元)的亏损。如果这个亏损被大家知道了的话，日本信贷银行的股票市值会跌到300亿日元以下。18个月之后，日本信贷银行宣布破产倒闭了。

日本是一个奇怪的地方。一个人把汽车停在派出所(kouban)附近，一个警察马上就走过来要求将车开走。“不允许将车停在派出所旁边”。向他询问什么地方可以停车时，这个警察非常热心地告诉你：“你可以把车停在派出所附近。”“你所谓的附近是什么意思呢?”这个人问道。“我不能告诉你。”警察回答道。

日本的法规就像这样，在不精确之中藏着精确。

瑞士信贷第一波士顿(CSFB)和它的竞争对手们认为日本当局默认了土巴斯交易。1999年，FSA——日本的银行监管机构，出人意料地采取了行政指导(gyoshi shido)之下的行动——随意的而且不透明的行政管理规则。这些交易本身并不违法。CSFP运营的业务深深地伤害了日本金融市场和金融制度的稳定性，其大量、反复和连续地出售金融产品，与应该充分披露其财务状况的立场严重不符。CSFP的行为“严重侵害了公共利益”。

很多外国投资者认为日本金融制度不健全——日本缺乏金融披露的事实尽人皆知。管他呢，CSFP被禁业了并且收回了它的特许权。瑞士信贷集团(Credit Suisse)，一家值得尊敬的瑞士银行，也是CSFP的最终股东，写了一封道歉信，对这件“深深后悔”的事情道歉，但是已经于事无补了。

土巴斯也被证明是一个成功的日本出口物。2001年，古斯塔夫·皮格(Gustavo Piga)，一名学者，揭露的一桩交易涉及一个未具名的欧洲国家，人人都猜是意大利。由此导致了指控和反指控。后来，这份报告从国际证券市场协会(ISMA)的网站上消失了。

这与《马斯特里赫特条约》(Maastricht Treaty)有关，在这个条约下，所有欧盟国家的预算赤字被限定为国内生产总值的3%。1996～1997年之间，为了满足这一指标，意大利已经将它的财政赤字从6.7%削减到了2.7%。正确地讲，意大利根本就没有削减赤字——在某种程度上，它只是使用衍生品来粉饰门面。

1995年5月，意大利发行了2 000亿日元债券(折合16亿美元)。到1996年的12月，日元已经严重贬值，使得意大利从借款上获得了大笔的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币收益。意大利使用货币互换来锁定它的利润。这个互换是在场外进行的。在普通的互换中，你根据在互换时的市场汇率设定汇率；意大利将它设定在 1995 年 5 月的汇率处，这就意味着它放弃了它的货币收益。实际上不是这样。在这个互换下，意大利支付美元伦敦同业拆借利率减去 16.77%！假如伦敦同业拆借利率大约是 5.00%，这就意味着意大利支付的是负的利率，而从互换中收到大笔的收入。这个互换实际上就像是贷款，意大利从中接受一个很差的汇率，但是收取现金作为回报。这个回报被用来减少预算赤字。

很值得怀疑，其他欧盟国家可能也进行了类似的交易以便使它们的账目符合《马斯特里赫特条约》。欧盟国家对这个条约很有争议，认为它就是一个愚蠢的条约。土巴斯，孩子，尤其是意大利的孩子。

策马特的地下宝藏守护神和比利时牙医

投资者和公司一道，共同组成了衍生品交易的买方。当我开始从业时，投资者就是指保险公司、养老基金、策马特(Zermatt)[1]的地下宝藏守护神和比利时牙医。总之五花八门。

保险公司就是收取保护费的组织。你支付他们一笔费用，他们承诺照顾你——在死亡和财产损失时——但是要想从他们那里拿到赔偿非常困难。当你申请人身保险赔偿时，那么你就成了“巨蟒”喜剧团(Monty Python)《死鹦鹉》(Dead Parrot)短剧中的一个演员：“他不是死了，只是休眠……”；如果你申请财产损失赔偿时，你将受到不属保险范围事项的条款的阻碍，在这些条款之下，保险公司只有碰到不能碰到的情况时才有义务赔付。你需要针对保险公司的保险。

销售人员支撑着保险公司。他们制定详细的计划使你采纳新的方案并且支付更多的保险费。保险精算师精通“魔法”，躲藏在幕后。保险精算师确保支付的保险费和保险费的收益至少等于保险公司不得不支付的支出费用。

养老基金是由于公司的慷慨靠不住才产生的。当你退休时，你的雇主

〔1〕 译者注：瑞士的一个地名。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宽宏大量地根据你的最后工资向你支付一笔钱。你从你的收入中提取一部分，公司也交一点，这些钱将被用于投资以获得收益，从而支付你的晚年费用。保险精算师忙于计算你什么时候会死，以便减轻公司支付养老金的负担。

私人银行就是策马特的地下宝藏守护神。瑞士银行关心有钱人和贪污受贿者的钞票，承诺匿名，并且显示它们完全不关心钱的来路。

比利时牙医(Belgian Dentist)[1]是税务避难者。三国经济同盟(严格按规定是指比利时、荷兰与卢森堡，但是也包括德国、法国、意大利和欧洲大部)中的欧洲投资者在遗产税的重压下挣扎，是慢性的逃税者。投资者购买难以捉摸的不记名证券，将它们放在卢森堡或瑞士的编号账户中。

问题是投资者最初并没有投资衍生品：一些人是不能，另一些人是不会。保险公司和养老基金通常要受它们的投资规则所限无法交易。即使他们能，多数也将衍生品视为投机。有一位人寿保险公司的精算师多次和我分享他关于衍生品就是赌博的观点。我实在是无法压抑自己的挫败感。“人身保险又是什么呢?”我问道，“难道它不是对人的死亡进行投机吗？难道你不是依靠人们生命的概率来生存吗?”

所有的情势变化都同样出于恐惧与贪婪的缘故。投资的逻辑决定了投资的收益应该能够支付开支。保险精算师成功地对这两条都做了可怕的曲解。

死亡互换

这也证明了保险公司和养老基金的存在对预防贫困的必要性。

俾斯麦(Bismarck)的理想就是国家应该向老年人提供养老金，从而防止老年人陷入贫困。家长式的雇主想要给它的员工提供退休金。不幸的是，人们开始更早地退休，同时，现代医学的进步使得人们可以活更久。这就意味着比预期要高得多的养老金支出。这也证明了保险公司和养老基金的存在对预防贫困的必要性。

〔1〕 编辑注：英语中的通用金融术语，指购买欧元计价债券的欧洲零售买家。他们通常是类似于牙医、医生、律师这类高收入的专家，热衷于将税务最小化和投资回报最大化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险精算师确保客户的固定缴款扣除必需的资金支出后仍有一定的收益。低的通货膨胀率降低了利率和回报，以致不能满足履行赔付义务的需要。在投资账目上，保险公司和养老基金使用预期收益，而不是实际收益，来计算它们的投资是否足够支付所承担的义务。这隐藏了一个问题，那就是很多养老金计划都资金不足，但是问题终究会暴露出来的。用更形象的语言来讲，就是口袋是空的。养老基金的年轻成员支付的费用可以暂时弥补资金不足，随着人口老龄化和人口增速的减缓，这样做并不能够解决问题。

政府努力制定长期政策。但对于公司而言，所谓“长期”就是下一季度的利润；对政治而言，通常一个星期就是长期了。政府把它们的头埋在沙子里，推迟解决问题，直到他们丢掉政权或把问题转移给其他人。聪明的政府把这个问题“私有化”，将它转移给选民。员工被迫将他们收入的一部分投入到强制性的退休储蓄计划中。

公司给它们的员工提供了“固定福利”养老金计划，你可以通过它获得你最终工资的一个约定比例。在你很晚才认识到他们无心的慷慨之后，现在，公司转向了养老金的“固定缴款”计划。你重新领回你存的钱以及这笔钱带来的收益。

这个计划以市场经济、自由选择、个人责任、养老金便利和平等的名义让个人参加。所有这些都是真实的谎言。退休金的储蓄和风险都被转嫁到个人身上了。如果你的储蓄不足以支付你年老时的住宿、生活费、医疗和葬礼费用，那怎么办呢？是你自己进行了不恰当的和不适合的储蓄和投资选择。

在过去，投资是富人们的事情。20 世纪 80 年代，共同基金和单位信托基金公司蓬勃发展，使得普通人可以通过集中资金享受专业化的投资管理。资金从银行流出到共同基金管理公司，增加了投资的资金来源。

来自养老金缴纳的稳定的资金流和普通人从银行账户上转出的储蓄促进了投资市场的发展。现代的基金管理业诞生了。保险公司将他们重新定位为财富管理者。世界各地的基金管理公司像雨后春笋一般冒了出来。

来自养老金缴纳的资金和普通人从银行账户上转出的储蓄促进了投资市场的发展。

基金公司凭借着他们的收益和新的投资产品相互竞争。他们运用衍生品来获取更高的收益、杠杆效用和权利，或提供不同类型的风险—收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权衡。私人银行和投资者还可以通过收益暴跌来认识衍生品。交易商盘算着怎样才能将衍生品嵌入到票据中，以使投资者表面上未交易衍生品，但实质上却交易了衍生品。现在，所有的投资者都在交易衍生品。今天，70%以上的衍生品是和投资者交易的。用的就是你的钱。

机构投资者甚至创造出新的产品。“死亡互换”就是加拿大特产，牵涉了人寿保险公司和养老基金。这些机构在你的寿命上有着相反的利益：人寿保险公司希望你一直活着，这样就不用付钱给你；而养老基金则希望你早点死，这样它们就不用付你养老金了。人寿保险公司和养老基金公司就可以通过对死亡时间表的精确推算，来对实际死亡的变动风险进行互换交易。

投资风格

我曾经问尼禄公司客户和机构投资者的不同之处。他看起来若有所思，“所有的客户都是混蛋，但机构投资者是真正的混蛋。”如果买方在他们挂电话之前就说“操”，那么机构投资者在他们拿着电话时也会说“操”。这与以下事实有关：公司经常需要银行，且多半需要银行借钱给它们。相比之下，机构投资者很少需要银行；情况正好相反——银行，尤其是衍生品交易商，需要这些机构投资者。

基金经理通常非常傲慢，有一种数量上的优越感。大一些的基金管理公司是非常庞大的：仅瑞士联合银行(UBS)全球资产管理机构就管理着超过1万亿美金的资产。甚至非常小的基金管理公司都控制着500亿～1 000亿美元的资金。投资组合经理开口闭口就是“我的基金”、“拥有微软股份”。这些钱实际并不是他们的。对于交易商而言，这些基金经理就是他们的重要客户。交易商非常大方地利诱基金经理：首场演出、马术课、陈年香槟、瑞士滑雪胜地的休养。基金经理财大气粗、仗势欺人。

之所以设立数量分析部门，就是因为很多基金经理是被解职的精算师。早期计量金融学的焦点仍在投资上。实际上，基金管理只有几个关键的原则：

(1)分散化。哈里·马柯维茨(Harry Markowitz)已经“证明”把你所有的鸡蛋放在一个篮子里是非常危险的。沃伦·巴菲特接着又成功地挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战了这一点，他认为把你的钱投入到少量你了解和知道的产品上会让你变富裕，而且很合算。他不赞成把你的钱投到那些你根本就不了解的事物上。

(2)有效市场。尤金·法玛和他的同事假定价格是随机游走的。价格并不遵循一个可被预期的模式，至少从过去的价格变动可以得出这一点。所有的已知信息都在价格中得到了反映。交易员和投资者存在的目的就是利用市场的无效。如果市场真的是有效的，那么贿赂是从哪儿来的？

(3)均值/方差。金融市场的风险被简化为两个统计量：收益率均值(平均数)和收益波动率，波动性用标准差或方差来衡量。对于投资机构来讲，价格上下波动的幅度越大，那么风险就越大。风险现在成为了一个已知的已知。没有人辨认出风险。还是存在未知的未知——纯粹的不确定性，那些以前从来没有发生过的事情。

(4)风险溢金。威廉·夏普(Willian Sharpe)、约翰·林特纳(John Lintner)和杰克·特雷诺(Jack Treynor)通过资本资产定价模型(capital asset price model，CAPM)揭示了风险与收益之间的联系。如果你承担更大的风险，那么你也就要求更高的收益。早期的投资者可能要哭笑不得，因为那时尽管他们不知道 CAPM，但是照样像 CAPM 所说的那样在做。

基金经理有他们自己的“教皇”风格，即投资方式，见表 3.1。

表 3.1　　投资方式

方　式	它是什么？	它意味着什么？
指数基金	基金经理投资，旨在达到与一些指数如标准普尔 500 指数相同的收益水平	基金管理人放弃了战胜市场
积极管理	基金管理人努力挑选股票，为了能够比市场表现更好	期望战胜了经验。你，作为投资者，将为这个实验支付费用
顺势投资	基金管理人追求每一个增长的机会	旅鼠或人群投资理论；这一投资理论相当于芬兰的一句谚语：“屎一定很美味，成百万的苍蝇不可能都错了”
价值投资	基金管理人投资于那些经过他研究发现的价值低估的股票	纯粹的运气，或者你希望基金管理人能够获得内幕消息
收益率提升	基金管理人投资，旨在获得高于市场的收益	你承担了全部的风险，能够全额收回你的钱就非常幸运了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

方　式	它是什么?	它意味着什么?
组合保险	基金管理人确保你的投资，至少 90%的投资，是安全的	坚持住，至少你有权拿回本金，不是吗?
结构化投资	通过使用复杂的投资工具和金融产品，基金管理人将专门为你的风险和收益偏好定制投资策略	纯粹是为了向你收取更多的费用
选择性投资策略	基金管理人将投资于至今仍属未知领域的资产——天气衍生品、大灾难债券、艺术品、邮票，等等	你就是投资先锋，祝你好运!

事实上，有三个投资原则。第一个是资本保值，你希望能够完整无缺地收回你的全部本金；第二个是收益性，你希望能够赚点；第三个是增长性，你希望你的投资能够升一点值，从而使你能够弥补通货膨胀的侵蚀。大多数投资者遵循我列出来的这个顺序。有时，这个顺序会有所改变。

在 20 世纪 90 年代末的互联网泡沫时期，投资者只要增长。一旦一家公司开始赢利，那么基金管理公司就会减持这家公司的股票；他们认为这家公司需要“失去更多”。一家公司发行股票，只要承诺“将投资于与互联网相关的业务”，那么这家公司的股票价格就会立即以其实际价值的两倍进行交易。许多人纷纷吹嘘他们的投资组合增值了 100%或更多。令人奇怪的是，到了 2001 年，同样是这些人却在谈论社会责任和慈善事业。纳斯达克指数已经损失了 80%的价值。

α,β,ζ

就像很多宗教祭祀仪式上的牧师一样，基金经理也有专属于他们自己的且与众不同的东西：β代表风险，α代表圣杯，正的α值表示奇迹——这只基金的表现好于市场。基金经理谈论着夏普比率或信息比率，这些都是用来衡量基金的相对于风险的业绩表现的。

这些基金经理的官样文章掩饰了一个令人悲伤的事实—— 一般而言，大多数基金的表现比市场要差。从 1984 年到 2002 年，标准普尔 500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数(S&P500)的回报率是12.9%,而股票基金的平均回报率仅有9.6%。市场比投资者设想的还要有效。更高的回报伴随着更大的风险,还有交易成本,更有赢家的咒语——如果你的表现比市场好,那么人们就会给你更多的钱去投资。投资者追加的钱总是追逐上一年度的收益,这些钱降低了灵活性;每次当你想交易时,市场都跟你作对。

大多数表现较好的基金管理公司并不一定是因为有技巧,而仅仅是靠运气而已。要选出一个好的基金经理,投资者应当学习拿破仑的建议。在上战场上之前,拿破仑会问他的将军,“你的运气够好吗?”

基金管理公司对其信托管理资产(assets under management,AUM)收取费用。管理的资金越多,收入就越多;表现越好,就有更多的资金慕名而来,管理的资金就越多。基金管理公司表现很差时,衍生品就是投资管理的类固醇和生长激素。交易商,就像它的名字一样,会提供各种各样的产品来提高收入。对冲基金和灵活的α策略就是其中的例子。

对冲基金是基金管理行业寻找α的最新尝试。伦敦的圣詹姆斯周边地区(St James's)和梅菲尔上流住宅区(Mayfair)与纽约的汉姆斯利(Helmsley)大厦是很多对冲基金的所在地。大约有8 000家对冲基金,它们管理着超过1万亿美元的资金。这些基金的名字中难免包括“资本”这个词——比如长期资本投资公司。

对冲基金已经存在了大约50年,但直到20世纪90年代才开始兴盛起来。最初,这些基金从富人那里获得资金,通常以100万美元为最小投资额。现在,这些钱大多数都来自于传统投资机构——保险公司、基金管理公司和私人银行。

投资机构放弃了战胜市场的企图。由于厌倦了业绩不佳的情况,投资者纷纷转向指数基金,相当于购买整个市场。近年来,一些基金管理公司将大约90%的钱投资在指数上,以使他们的β系数与市场相匹配。他们将剩下的10%的资金投资到对冲基金上以获得超越市场的表现(令人难以捉摸的α)。

情绪不佳的基金经理和来自交易商的交易员(尤其是衍生品专家)一道创立了对冲基金。基金经理对政治、大型组织结构的不灵活,以及日益增长的守法负担感到厌烦。衍生品交易员被买方所具有的金钱和势力所吸引。对冲基金对所管理的资金收取1%的费用,另外提取利润的20%,有时甚至高于协议的基准;很吃香的基金可以收取更多的钱。有一只“热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门"的对冲基金收费更多——5%的管理费和35%的利润分成。大多数对冲基金是小型的，并且对冲基金经理自己也是所有者——业绩奖金意味着他们现在比作为卖方的时候收入要高。

对冲基金并不真正对冲。他们可以做那些传统投资机构不能做的一些事情，比如：利用价格下降的机会来卖空和利用杠杆效用来获得更高的利润。衍生品的好处——机会、按客户需求定制大概的风险回报、能够卖空和利用杠杆效用——意味着他们必须把基金进行对冲。对冲基金通常交易量很大，因而交易商们喜欢他们。销售对冲基金的专门席位现在已很普遍。钞票滚滚而来。

这些基金有各种各样的投资方式，其中受人喜欢的要属"市场中立"。你不必猜市场是上升还是下降，你只需要买入价值低估的证券并且同时卖空价值高估的类似证券，希望它们之间的价差会变小。市场中立策略宣称以更低的风险获取更高的回报。长期资本管理公司运用衍生品策划了一个"市场中立"、"相对价值"的交易策略。

长期资本管理公司最青睐的交易之一就是对那些相似的证券之间的微小差价进行套利。这个收益是很小的，所以长期资本公司惯常要将交易杠杆化以提高收益。在亚洲金融危机之后，信用价差(高出政府债券的差额，用于补偿额外的风险)出现井喷，远远超过保障人们不能付清全部款项的实际风险所必需的。长期资本管理公司企图锁定这个利润并且将头寸杠杆化。

长期资本管理公司涉入了利率互换，获取了固定利率，得到了政府债券利率加上差额(信用价差)。另一方面，他们卖空政府债券，相当于支付给政府利率。长期资本管理公司有效地锁定了信用价差。他们对头寸进行了大幅度的杠杆化。当长期资本管理公司扩大他们的头寸时，与之交易的交易商们赚了数以千万的美元。

这个游戏依赖于价差变小(收敛)或将头寸持有到期(十年)。然而长期资本管理公司很不幸，价差不断地扩大。互换利率上涨，而政府利率下降；现在，长期资本管理公司两头都亏损；像MG和阿散蒂一样，长期资本管理公司需要大量的现金来掩盖他们的损失。他们的钱用光了。高收益、低风险的极乐世界甚至难倒了长期资本管理公司的天才们和他们的市场中立、相对价值交易。

也有"可移动的"α。这个思想是衍生品交易商的梦想。基金经理将他们的投资组合分成各种合成金融工具，通过运用衍生品来获得β，然后通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过积极管理和结构化收益增值产品来获得 α。股票基金管理公司并不真正购买股票，他们把钱投入到能够带来利息收入的现金投资上，然后与交易商进行一个股权互换以获得股权风险。交易商将股票收益支付给基金管理公司；作为交换，基金经理得支付利息。只要基金管理公司从它的利息支付型投资中获得的收入高于付给经纪商的支出，那么它就获得了 α。

这个策略依赖于获得更高的利息收入，这就意味着冒险。交易商们非常乐于开发各种结构化的金融工具来提高基金管理公司的利息收益。对交易商而言，每一个“可移动的”α 背后都是大量的金融产品的出售。基金管理公司通常购买支付较高利率的风险证券，因而承担了更多的信用风险。不可避免地，最后爆掉了，投资破产。股票市场上扬，投资机构情绪低落，他们获得了 ζ。

追求相对表现

投资表现用相对的术语来度量——不是取决于你所赚到的，而是取决于你的收益与市场基准相比的表现。

20 世纪 90 年代，我给一家养老基金公司做顾问。他们需要有金融专业知识的人来帮助受托人，这些受托人不知道资产顾问提供报告时应该问什么问题。

如果基金经理是牧师，那么资产顾问就是红衣主教。资产顾问向投资机构提供投资建议、评价基金管理机构、将资金在各个基金之间进行分配，并评估业绩。基金经理在交易商面前耀武扬威，而在资产顾问面前就战战兢兢。这家养老基金的资产顾问很显然不喜欢我——我是一个麻烦制造者。

在我到来之前，这个资产顾问就说服受托人将投资组合的一小部分投资到新兴市场上去。这是在 1996 年，东南亚金融危机已经让新兴市场暴跌。这个资产顾问用徒有其表的 PPT 展示帮助受托人熟悉他们投资组合的业绩：“我们在新兴市场上的投资组合的表现要比基准高 3%。”这就是他的开头语。“绝对收益是多少呢？”我问道。

这个资产顾问转而看着我。“这无关紧要。我们只讨论相对于基准的回报。”我又强调了一遍，他没有回答。坐在我旁边的是董事长，他完全不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明白我这样问的目的是什么，他只是感觉到资产顾问不情愿透露这个信息。“是的，那么我们大概的回报是多少呢?”董事长坚持问道。受到鼓舞，其他受托人也大胆地追问这个问题，因为他们也想知道到底“大概的回报”是多少。

这个资产顾问变得非常愤怒，但又别无他法，只好回答。“那好吧，这个投资组合下跌了45%，但基准下降了48%，所以我们比基准的表现要好3%。”我早就知道这个答案，它被掩藏在资产顾问提供的大叠的报告之中。的确，与基准相比，这个投资组合损失要小一些。“什么，我们损失了一半的钱?”董事长困惑不解。“不是的，我们比基准表现得要好。”显然这不是什么机智的回答。董事长勃然大怒，“孩子，在你亏钱的时候不可能赚了，你太白痴了吧!”这个资产顾问低着头看着他的脚，他的脸有点红。“你对我们撒谎。”董事长怒喝道。实际上不是，因为这个游戏本来就是这么玩的。受托人大会再也不会这样了。

无处不在的代理行为

整个投资管理过程是有瑕疵的——预期的收益太高，而实际的收益是由基金管理公司或资产顾问选择的工具度量的。这就像让一个学生给他自己的考试评分一样。约翰·伯格尔(John Bogle)，先锋基金(Vanguard)的创始人(先锋是一家低成本的共同基金管理公司)，是整个行业里的布尔什维克。他的观点非常简单：基金费用太高；由于基金经理为取悦交易商而大量炮制投资组合，导致交易成本侵蚀了基金的收益，隐藏的各种规费侵蚀了投资的价值；收益率每年1%～2%这样很小的差距累积30年下来就会大得惊人。伯格尔认为基金管理公司根本就没有把投资者的利益放在首位，而是利用了投资者的无知。伯格尔因此为基金管理行业的人所憎恨。

投资行业就像是一个巨大的、令人迷惑的阴谋。政府和企业想避免承担个人退休养老的责任——他们使用法律和(有时)税收激励将养老储蓄的负担转嫁到普通民众身上，而普通民众根本就没有管理这些资金所必备的能力。他们只好求助于投资专家，这些人正好看到了普通民众的无知，就敲诈他们。

差劲的业绩表现并不一定就是一个问题。普通投资者只能将他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资高成本转移，并且只能转到另一个“掠夺者”那里。公司和机构常常完全不转移业绩不佳的投资。有家基金管理公司定期会邀请主要客户光临他们可以俯视泰晤士河的豪华顶层公寓：尽管其基金业绩平平，但是这家公司几乎没有失去一个客户。公司也不愿惹恼这些基金经理，以免基金经理批评他们平庸的管理和差劲的表现。交易商通过与投资机构交易来赚钱，交易商大部分的交易收入来自于投资机构，资产顾问管理着这个“马戏表演”，一路赚取佣金。

2001 年、2002 年前后，长期的大牛市结束了，这也使得基金管理行业的缺点暴露无遗。20 世纪 90 年代的高收益，更多靠的是运气而不是技巧。信托管理资产(AUM)的缩水也导致了收益的缩水。高成本和过高的薪水意味着很多基金管理公司都在亏钱。银行和保险公司认识到基金管理只是牛市的一个游戏，他们试图抛售基金。“软”规则——投资管理公司从投资机构的基金中提取佣金来获取消息、聘请明星分析师、购买 F1 赛车的门票——成为众所周知。缺乏信息披露和透明度的情况引起了监管者的注意——制定了更严格的规章，守法成本上升了，清醒了的投资者开始绕开基金管理公司，直接从交易商那里购买结构化投资产品。抢椅子游戏的音乐停下来了。

所有的投资者都应该学习数量金融学的代理理论，由迈克尔·詹森(Michael Jensen)和赫伯特·麦克林(Herbert Meckling)提出。所有的金融活动都涉及一系列由正式或非正式的合约联系在一起的参与者。金融理论假设所有的参与者表现得公正无私，而代理理论正好相反。比如说，一家基金管理公司只不过是投资者的代理人。只有付了费用之后，这家基金管理公司才会同意去管理投资。所有的损失或赢利都属于投资者，那么为什么基金经理的行为要代表投资人的利益呢？要解决基金管理公司与投资人之间的利益不一致就需要各种类型的合约来约束基金管理公司。只要是其他人的钱，就会存在这种利益冲突。代理理论解释了个中缘由，用格鲁乔·马克斯的话说，“你从什么也没有逐渐发展到赤贫。”

独特的销售主张

交易需要买和卖两方配对“跳舞”来决定谁盈谁亏。要想赚钱，你就必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须从其他人身上赚。要想了解卖方，你需要一个“翻译员”，见表 3.2。买方呢？他们只是在那嘀咕和大声谩骂。

表 3.2　　独特的销售主张

陈　述	翻　译
作为全球市场上一家处于领军地位的交易商，我们是市场上的重量级公司	我们已经花了很多钱来建立这个企业，现在我们准备花更多的钱去满足你的需求
我们具有这个领域里最有才能的团队之一	我们的员工要求非常高的工资和大额的分红承诺
所有的报道都显示我们是这个产品的首席交易商	你可能无法想象我们花了多少钱来购买市场份额，更别提为了首席交易商的头衔我们花了多少广告费和赞助费
我们坚信投资方案非常有竞争力，对此我们充满信心	我们在这个业务上亏了钱，但我们不可能再次输给“那家”银行
我们的投资理念专有度和创新度很高	我们对这个产品根本就不了解，这个思想只是从我们的竞争者那里抄袭过来的，我们知道还没有人购买它，但我们认为你可能会购买
我们认为它是提高你收益的最佳选择	我们通过这个产品（交易）赚了很多钱，而且看起来它就是你所需要的；就算不是，又关我什么事呢？
这个估价没有反映这笔交易真正的经济价值	我们对这笔交易进行了错误的估值，反正你不懂怎么计算它的实际价值
我们始终是我们所有产品的做市商	如果你想把它卖回给我们，祝你好运，你这个容易受骗的家伙
现在正好有一丝机会来进行这笔交易	到了分红的时候，我们迫切需要结束这笔交易以确保我们能支付得起新的保时捷汽车

尼禄和我曾经有过短暂合作，一起开拓市场。我负责技术上的琐碎事务，而尼禄则负责与客户“闲谈”。在与一位组合基金经理共进晚餐时，我们向他极力推销一个新的衍生产品。这位组合基金经理来自国外一家很著名的基金公司。其实就是三瓶马提尼酒，两瓶红葡萄酒，外加雪茄和白兰地的事。我一直在寻找机会插嘴去解释这个产品的特征和可能的收益，但我没插上嘴。到了晚餐快结束的时候，这个基金经理看着尼禄说：“会有女孩子到我房间来，是吧？”我很惊讶地看着尼禄。“你没忘记某些东西吧，它令女孩疯狂？”尼禄嘀咕着些什么，小心翼翼地转移话题。晚餐结束之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，我和尼禄离开酒店。尼禄停下来，用手做出一个砍脖子的动作。“记得IBGYBG(I be gone, you be gone)，”尼禄说，“我完蛋了的话，你也会完蛋。你知道的，伙计。”一个星期之后，这个组合基金经理打来电话，“正在考虑你们的产品。挺中意的。寄一份项目表过来，我想我们可以合作。”最后，我们成交了一份高达2亿美元的单子，账面利润超过200万美元。

在伦敦，我们向一群保险公司推销一单复杂的交易。这一次，我甚至实际对推销该交易起到了一定的作用。晚餐过后，尼禄将我拉到一边，“我想借用你房间一个小时。”“为什么?”我问道。“不要争辩。”尼禄命令道。我将他们领到我的房间，并且让他们进去了。就在我准备离开的时候，有人敲门。是两个女人。我可不认为那种穿很短的带孔的皮革裙子的女孩会是房间的服务员。

一个小时之后我回来了。尼禄正在酒店大堂，手里拿着我的房间钥匙。“谢谢你，小家伙。”我犹豫不决地慢慢挪到我的房间。床上一片零乱。我从房间的小冰柜里拿出一瓶可乐，倒了半瓶在床上。接着，我给客房服务部打了一个电话，“我不小心把一些可乐洒到了床上。”一会儿就有一位上了年纪的西班牙女佣过来了，帮我换了床单。“小心一点哦。可别再在床上喝可乐，年轻人。”她劝告道。

第二天早上我将这告诉给尼禄。“你是他妈的天才。我记住了。”我的可乐诡计传开了。“对这样一个落伍的以及出于道义原因拒绝服役的人而言，他还算是个冷静的小伙子。”尼禄对我的老板说。我的分红就又增加了。

很多年以后，尼禄的一位助手向一位客户推销一笔交易。巧合的是，我正好是这位客户的顾问。在他做展示时，我问了一些问题。没有讲什么私人情面，我只是在做我的本职工作。展示没能像计划那样进行下去。最后，这个销售员站起来，对我说：“这个产品不适合你。它是为那些不太成熟的人设计的。”我打电话将这告诉给尼禄听。尼禄笑得要死。所有这一切都是真实的谎言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　把钱给我看，贪婪去复来

金钱的力量并不是它的购买力——而是激发了公众的想象。它令人兴奋。我们谈论钱，我们阅读与钱有关的事情，我们热衷于讨论那些有钱人要怎样去花钱。就像一位美国经济学家加尔布雷思(John Kenneth Galbraith)所写的："没有什么能够比一个有大笔钱的人更能够对智商产生幻觉了。唉，它也就是一个幻觉而已。"

1997 年 9 月，一位捷克的金融家维克多·柯泽尼(Viktor Kozeny)在莱卡夫罗切(Le Gavroche)招待两个人。莱卡夫罗切是伦敦梅菲尔上流住宅区的一家法国餐厅。招待费用高达 1.3 万英镑。这并不是食物的费用。柯泽尼选择了一些非常名贵的酒——蒙哈榭(Montrachet)、拉图堡(Chateau Latour)、奥比昂(Haut-Brion)。传说柯泽尼给了厨房的一位伙计一瓶价值5 000英镑的罗曼尼·康帝(Romanée-Conti)。这太普通了。

在离梅菲尔上流住宅区不远的圣詹姆斯区，戈登·拉姆齐(Gordon Ramsay)，一位著名的厨师，拥有他自己的餐馆——帕图斯(Pétrus)。这里是伦敦权倾一时的人物们常来的地方；在此，每个人都花销不菲。在 2002 年夏天，7 月的一个晚上，巴克莱银行(Barclays)的一些员工在帕图斯庆祝一单交易的成功。这顿饭的花费超过了 4.4 万英镑。根据吉尼斯世界纪录，这是有史以来平均每人花钱最多的一顿晚餐。它超过了柯泽尼的纪录。

巴克莱银行最初认为这不关银行的事，这顿晚餐是员工在他们自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间里自掏腰包的。之后，据说这些员工试图要求将这笔账单的一部分算作招待客户的费用。很多员工随后离开了巴克莱银行；有谣言说他们是被解雇的；报纸上援引其中一个人的话说，实际上并不是这样，他唯一知道的是在这个城市不再有人愿意去餐馆吃饭来庆祝大的成功交易。那么衍生品交易到底是怎么赚钱的呢？谁又从中赚到了钱呢？

钱的不确定性

银行从交易中赚到了大量的钱，但从没有钱是真正在金融市场上产生的。它们仅仅转移财富：窍门就是从市场上流动的钱中去发掘。在行情好的年份，这可以让相当一大笔钱流入交易员的腰包。至于赚到的钱从何而来就无关紧要了——你可以欺骗客户，你也可以欺骗其他公司，你甚至可以欺骗与你同一家公司的同事。事实上，侵吞其他交易席位的利润是交易商内部的猎杀行动。

在金融市场上，也存在着不同类型的钱。有些钱是实际赚来的，即通过与客户交易或投机赚到的；也有些钱据报道是用会计准则制造出来的；最重要的钱是你赚到的钱。它是你之所以在这个职位的原因。把钱亮出来看看！

20 世纪 20 年代，哥本哈根是粒子物理研究的中心。尼尔斯·波尔(Niels Bohr)提出了互补论(theory of complementarity)。他发现物质既可以表现为粒子的形式，也可以表现为波的形式；粒子和波只是不同理论方法对量子世界的描述；在有些情况下使用粒子的概念更好，而在其他的一些情况下可能用波来表示更好。

基本物质既不是粒子也不是波，它们之间可以互相表示。你无法设计一个实验来同时观测物质的粒子和波这两种形态。维尔纳·海森堡(Werner Heisenberg)是波尔的一个学生。他发现了量子力学内在的不确定性，不可能同时准确度量某些性质。你不能同时测量它的位置和动量——这就是测不准定理。

海森堡的测不准定理意味着度量方法的不同会引起度量结果的不同。实验只能够证明那些设计实验本身希望证明的。如果你设计一个实验来证明物质更像是波，那么你对波的性质了解得就比较多而对粒子的性质了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解就相应地少；如果你设计一个实验来证明物质是粒子，那么你对粒子的了解就多于对波的了解。

衍生品交易中的利润就是由测不准定理支配的。不清楚到底赚的是什么钱，因为这取决于你是选波还是粒子的方法。这些数量与你的红利所依据的数量之间没有任何相似之处。所有这些数据在衍生品世界里“快乐地”共存着。

收费亭

要赚钱就需要以比成本价或买入价更高的价格出售一些东西。有时，是你先卖然后再以低一些的价格买回来。这样的原则对衍生品也适用。

要赚钱就要知道你购买或出售的价格。对于大多数商品而言，它的价格包括了制造它的各种投入的成本，可以准确地计算出来；但是金融产品的价格就很难这样来定价了。金融产品的价格是基于其他人准备付多少钱；在金融市场上，你要想赚到钱你就必须知道其他人愿意为它付多少钱。这就像艺术品一样——如果买方不知道他们买的东西到底是什么或不知道它到底值多少钱，那么对卖方就非常有利了。我们的印度尼西亚朋友就是一个活生生的例子。

> 在这个已知的已知世界里，你只需简单地将双方配对达成交易就可以赚到钱了。

有两种收益的来源——代理业务和自营业务。代理业务就是已知的已知。如果你准备卖出一个产品，那么你需要知道别人准备将它卖给你的价格。如果你要买，那么你需要知道其他人打算以什么价格从你手上把它买走。在这个已知的已知的世界里，你只需简单地将双方配对达成交易就可以赚到钱了。

自营业务则与已知的未知有关。你卖出一些东西，希望能够再以更低的价格从其他什么人手上买回来。你不知道这个价格。你知道买方支付了超额的价格。你高卖低买——这是你所希望的。相对应的是，你以一个你认为很便宜的价格购买，你能够以一个更高的价格将它卖给其他人——这也是你所希望的。

衍生品交易员将产品分割成很多小的组成部分，然后将这些小的风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性组成部分或买进或卖出。交易商与印度尼西亚人进行交易时，对该复杂交易进行的处理正是这样。这就像买一辆小轿车一样，将它拆开来分别卖。你希望通过这种方式赚到更多的钱。根据我为我的小汽车购买必备零件的经验，这种方式是非常赚钱的。

传统上，交易商主要通过代理业务来赚钱：他们将买方和卖方配对，从中获取差价。这是非常好并且风险很低的业务。代理业务就像收费的公路一样——一旦你拥有了这条公路，那么你只需要坐在那里向每个使用它的人收费。这个钱太容易赚了。窍门就是让人们不得不使用这条公路。在金融市场上，窍门就是劝说他们进行交易——和你交易。

期货和期权交易商的理念是正确的。你必须通过交易所的会员来进行交易。交易商们拥有这个交易所。一些国家的规定可能会很有用：他们要求某些类型的衍生品必须在交易所进行交易，这就导致了交易商对交易渠道的自然垄断。仅有的竞争只是交易商之间对于市场份额的竞争。这就等同于经营者在所有公路上都埋下地雷而不仅仅是收费。

OTC 市场上的交易商靠的是不同的策略。交易商们使用“品牌知名度”(brand awareness)。歌剧化的音乐、电影明星朗读诗歌、赞助体育和文化活动。大量悦耳易记的广告语使你与他们交易。销售人员为你服务，你将收到大量无关的和多余的研究报告。接着是一些久经考验的奉承和行贿策略。

一名来自交易商的高级执行官往返 24 小时，就只是为了与客户见两个小时的面。这个客户，一个基金经理，兴高采烈：这家投资银行“真是太热心了”。我想必一副怀疑的样子：这个经理问我为什么不能分享他对于这种关系的热情，但我什么也没说。“他们肯定从你身上赚了很多钱。”我想。

当交易商开始公开宣称客户是聪明、睿智和成熟的时候，那么事情就变得非常严重了。橘子郡在交易衍生品过程中被彻底毁掉。事后来看，它的成熟可与宝洁公司“在乡村嘉年华上的农家男孩”相媲美。迈克尔·斯特门森(Michael Stamenson)，美林证券为橘子郡服务的一位销售人员，证明了：“西春(Citron)先生(橘子郡的财务官)是一位非常聪明、有经验和智慧的投资者。”斯特门森进一步说他从西春身上学到了很多。可能他的意思是说他已经从西春身上“赚到了很多钱”。美林证券公司的报告显示它们从与橘子郡的交易中赚了几百万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占有席位

销售人员认为客户们之所以和他们进行交易，是因为他们显著的能力、魅力和努力。他们根据这种值得怀疑的论断要求高薪、高的奖金红利和更好的工作。他们掌握着客户资源。这就是衍生品销售上的“哈梅林的花衣魔笛手(the Pied Piper of Hamelin)”理论[1]。

这个理论很少是真实的。我在一家投资银行任职期间，负责一个重要账户的销售人员出了事故，他离开了大约三个月。由于缺少员工，公司就将负责这个账户的任务交给了销售团队中一位初级人员(也就是“工资不够高的”)。与客户之间的交易活动没有显著变化，从客户那里获取的利润也没有显著的变化。

我们的很多收益都是来自于“席位价值”。客户们与公司进行交易，而不是与个人，那么占有交易席位就可以确保从客户身上获得收益。尼禄对此很感兴趣；他与客户们交谈，他们间接地证实了这一点。一个公司的财务主管唯一关心的事情就是：“如果是一位初级销售人员为我服务，那么我还会受到邀请去银行的包厢看美国网球公开赛的决赛吗？”

几年之后，当我替买方工作时，重新发现了同样的事实。你与银行交易是因为你的公司一直以来都与这些银行交易；他们已经借给你一大笔钱，并且为你设定了交易限额，这些事实是你做出决定与他们进行交易的主要因素。通常，在任何情况下你的选择都被限定于少数几个交易商，因为你交易的内容，也因为历史原因。

我曾经努力与一家重要的银行发展关系。公司的首席执行官邀请我去他的办公室，并且用不抱希望的语气向我坚定地解释了某些事实。其实做决定完全是我的事情，试图与这家银行保持关系就是 CLM——事业的绊脚石。这家银行仅在三四年前就曾拒绝过他的一笔借款。毫无疑问，关

[1] 编辑注：传说在德国普鲁士的哈梅林曾发生鼠疫，死伤极多，居民们束手无策。后来，来了一位法力高强的魔笛手，身穿红黄相间的及地长袍，自称他能铲除老鼠。镇子里的首脑们答应给他丰厚的财宝作为答谢，魔笛手便吹起神奇的笛子，结果全村的老鼠都在笛声的指引下跑到了河里，全部被铲除。但是那些见利忘义的首脑们却没有兑现承诺，拒绝付给他酬劳。为了进行报复，花衣魔笛手就又吹起神奇的笛子，全村的小孩都跟着他走了，从此便无影无踪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系并没有得到发展。

管理专家尼禄曾经非常好地运用了这种理论:他逐渐摆脱了他那些明星(也就是"昂贵的")销售人员。尼禄重新聘请初级人员出任销售职位,而收益没有出现明显的变化。更低的成本意味着更高的利润。尼禄迅速地增加了他自己的意外收获。

窍门就是劝说客户和你交易。交易所的交易商向客户们收取固定的交易佣金;交易商的卡特尔意味着客户们没有选择,只能通过他们进行交易。交易商们强烈地提倡竞争,但是不包括那些会损害他们自己利益的情况。

在 OTC,交易商们更具有创造性——他们确保客户不知道所进行的交易的真实价格。缺乏透明度是衍生品有利可图的核心。你让客户无法了解到实时的价格,运用客户自己很难定价的复杂的结构化产品,有时仅仅依赖于客户他们自己的错觉。

有效市场

20 世纪 90 年代末期,我在孟买访问。那里的股票交易所正在讨论实行电子化交易,但是遭到了反对。他们邀请了一位获得诺贝尔奖的美国金融经济学家在讨论会上演讲,希望争取交易商对电子化交易的支持。

这位经济学家详细生动地讲解了"更高的交易效率"、"更低的交易成本"、"更低的佣金"、"提高价格发现的效率"和"更高的定价透明度"。听众们几乎掉下眼泪——是笑得要流泪了。演讲结束之后,我发现自己和一些经纪人以及这位著名的演讲嘉宾在一起。

"我无法明白你怎么会获得诺贝尔奖的,先生。你是一个彻头彻尾的白痴。"其中一位经纪人用令人耳目一新的坦率方式对这位著名经济学家说道。"当我的客户不知道价格将会怎么变化时,我就会在市场上交易。塔塔公司(Tata)的股票可能在 100 卢比的价位交易。我的客户并不知道这一点。我告诉他塔塔公司的股票以 105 卢比交易。接着我将以 105 卢比的价格把塔塔公司的股票卖给他,并且加上我的 1 卢比的价差以及我的佣金。他会很高兴。我也会很高兴。如果他知道了真实的价格,那么他会非常不高兴,而我也会非常不高兴。我就不明白更高的效率有什么好。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们原本都很高兴。我在想美国人太蠢了。”

这位演讲嘉宾看起来目瞪口呆。他不知如何辩解，只能重复着“效率”和“透明度”这些陈词滥调。由于对这位天才的愚蠢感到失望，经纪人对他的说辞失去了兴趣。他的确有道理。

不幸的是，阻止效率的前进是不可能的，仅仅只能够拖延它的进程。孟买的经纪人进行了一场成功的“捍卫”行动，这使得对电子化交易的引入被拖延了好几年。幸运的是，客户们自欺欺人的能力更不容易改变。

一些交易商对橘子郡的交易存在的风险提出了警告。当时，西春认为他自己是个天才，这种观点受到那些想从他身上赚钱的交易商们的吹捧而更加根深蒂固。他对批评感到不快，他对一位交易商说：“你根本就不明白我们所采用的投资策略。我奉劝你干脆不要和橘子郡做交易了。”在投资破产之后，西春声称他是“一个缺乏经验的投资者”。他充满了懊悔。“事后来看，非常明显，我走的是一条错误的道路。我的余生都将承受感情重负。”留给橘子郡的负担却更重—— 一笔高达 15 亿美元的损失。

一位基金经理认为：你不应该买那些你不懂的产品，在某种程度上，大家对自己购买的大多数投资产品并不了解。最好的情形是所有一切都是已知的未知，最坏的情形就是它们都是未知的未知。

按照他的观点，如果你想对每一件事都弄得足够明白，那么你最好把钱藏在你的床垫下；或者，如果你对此仍有点担心，那么最好是买政府债券，尤其是短期的国库券。否则呢？你投资于已经的未知了吗？不清楚。他看起来关心指数。一组已知的未知或一组未知的未知比起单一的已知的未知或未知的未知要好。交易商喜欢成熟的投资者。因为他们更容易“上钩”。

关于平台

20 世纪 90 年代末，全世界都表现出对技术的狂热。而上一次金融市场泡沫就发生在几年之前。一些新词汇成为了时髦——TMT(*T*echnology, *M*edia, *I*nternet；技术、媒体、互联网)或 TIME(*T*echnology, *I*nternet, *M*edia；技术、互联网、媒体)。投资银行和交易商们利用对人们对技术的盲目大捞了一笔。他们承销首次公开发行证券、发行股票、交易证券、安排兼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并与收购，以及提供咨询服务。令人费解的是，他们自己也抵挡不住来自于技术的塞壬般的呼唤。我们都知道，在生活中最好不要相信你自己的推销话术。

交易商对技术的着迷集中在开发电子交易平台上，电子交易平台可以使客户的交易更容易进行。这样的电子平台可以提高效率、降低交易成本，并且可以提高价格透明度。我就搞不明白交易商们为什么会支持这样一个会毁掉他们利润的市场呢；他们互相之间都试图先发制人——占据发起者优势。“如果我们不做的话，其他人就会做。”交易商们看起来热衷于成为第一个吃螃蟹者。

一般来说，华尔街的人对投资非常不在行。如果他们在买入时，那么可以更安全地认为市场已经接近顶峰并且即将下跌。交易商们将几十亿美元投入到了电子市场。

有企业电子化(e-Business)、电子商务(e-Commerce)、企业对企业(B2B)、企业对消费者(B2C)、消费者对消费者(C2C)。在你还没来得及掌握某个术语时，相关术语就已经出现了新的变化。最后，技术挽救了交易商们——它没有用。客户的惰性也帮了点忙。

大客户们用一个新颖的理由来反对转向电子化市场：他们担心他们的桌子上有太多的电脑终端。这是因为每家银行都在开发他们自己的电子平台；并且有些银行多面下注，支持一个以上的平台。客户们希望了解“市场风向”以便对交易做出及时调整：这很令人迷惑不解，因为大多数客户看起来明白(至少在某种程度上)自己并不完全了解情况。最后，客户们也不愚蠢——电子交易意味着交易商更低的利润。那么交易商们还会邀请他们去看美国网球公开赛的决赛吗？

然而，不祥之兆已经出现。今天，交易在电子和传统市场上并存：与交易商之间的大部分交易是在电子交易市场上进行的(当然，他们不再邀请彼此去参加体育或文化活动)；与客户的交易处于混合状态；小额的交易逐渐使用电子方式，大额的交易仍然依赖于客户与交易商之间的人际交流。尼禄仍然能够施展自己的魔法。把大宗交易指定给某家交易商仍然是得到体育门票的关键。

当市场变得越来越有效并且产品越来越标准化时，交易商的利润受到了损害，他们必定会寻求各种方式来弥补。他们努力提高交易量；他们推出各种结构化产品(一般是低差价的标准化产品，打包成听起来非常复杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结构组合)；他们越来越依赖于通过自营交易来获得利润。

2004 年，相对还很年轻的信用衍生品市场统一起来了。创造出一个信用指数，包含的私人公司超过 100 家；还分割出了覆盖不同地区和行业的指数。这是为了标准化、提高价格透明度以及降低交易成本——效率游戏。

来自主要交易商的信用衍生品高级职员聚在一起、苦心推敲出相关细节。我以为他们的心情会是沮丧的——信用衍生品市场就像没有引入电子交易之前的孟买股票交易所。我以为会存在对标准化的反对，因为这种标准化降低了利润；但是出乎我的意料，整个气氛是满怀希望的，甚至是热情洋溢的。

交易员们只能尽可能地延缓增加透明度和降低利润的步伐。

年长的信用衍生品人员真诚地对经济学家的言论大唱赞歌。在信用衍生品市场的早期，它的确带来了高额的利润，正因为如此，相关人员已经从中获得了巨额收入。但是这样的好日子已经结束了：交易员们只能尽可能地延缓增加透明度和降低利润的步伐。改革的力量势不可挡并且无时无刻不在发生着，这个行业的利润不断被新的进入者分割。

赛场一日

销售人员是“娘娘腔”的男人。交易员是“真正的”男人，即使是女交易员。这么说并不是指身体上的：很多交易员都是一些书呆子气的、带着眼镜躲在幕后运算各种复杂数学模型的家伙。最终，比的不是肌肉，而是态度。每一次价格变动都意味着他们持有头寸的获利或损失——他们不得不生活在这种变动之中。有些人觉得这很可怕，但是我一直觉得缺乏确定性是很轻松的。你可以告诉你自己，“这是别人的钱”。

银行一直都在进行交易，但是它们的大部分收益却来自于客户——代理业务。这种低风险的收入提供了稳定性，并且为它们的自营业务可能出现的亏损提供了缓冲。自营交易也是低风险的——流动交易。

假设一位客户要买入美元并且卖出欧元。这可能是个大单，或者有很多客户都要同时买入美元；交易员可能也决定要为银行买入美元。这种购买就是“碰运气”，交易员希望从客户的购买行为中获利，因为其购买行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将使得美元价格上涨。交易员的目的是优先执行客户的购买，但是，有时“发生了堵塞”。这只是“战争迷雾”。

银行仍然在这么做，只是利润越来越少了，因为有太多的银行了。新的技术，尤其是电子交易系统，为市场带来了非常高的透明度。现在即使没有客户委托单，银行为了提高收益也会进行交易——自营交易。银行将股东资本回报率的目标定为15%～25%。这不可能通过为顾客服务来达到，所以银行不得不冒风险，他们去投机。据说，很多公司都在不断讨论他们是否应该全心为客户提供经纪服务，而不为自己做交易。因此，交易商们迟早有一天会在这种竞赛中败下阵来。

黑天鹅，黑绵羊[1]

有大量关于交易揭秘的书籍。维克多·尼德霍夫(Victor Niederhoffer)，一位行为古怪、叛逆的投资家，将他的交易秘诀编入了《投机客养成教育》(Education of Speculator)。维克多·尼德霍夫早在20世纪80年代早期就开始了他的投资生涯；到20世纪90年代末期，他管理的资金已经超过了1亿美金。他的客户包括乔治·索罗斯。他有着完美无缺的交易记录，但是1997年的巨额损失使得他的基金倒闭了。看起来他的教诲并不完美。

一些交易类的书籍使用了哲学方法。纳西姆·塔勒布(Nassim Taleb)，一位交易和数量金融方面的“哲学家”，在他的《随机的致富陷阱》(Fooled by Randomness)一书中向交易员们介绍了约翰·斯图亚特·米尔(John Stuart Mill)的“黑天鹅假想”：观察到的天鹅全是白色，并不能得出“所有天鹅都是白色”的结论，只要观察到一只黑天鹅就能够驳倒这个结论。交易员们应当琢磨这段深刻表述的含义。

就在尼德霍夫的基金破产之前，《商业周刊》刚刚以大标题写道：“不管他使用了什么法术，反正很管用。”尼德霍夫自己曾经评述道：“难以想像会有人为了一本书的价钱而泄露真正有效的致富秘诀。”

〔1〕 编辑注：英文中黑绵羊(black sheep)是害群之马的意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易场所

交易是一件非常简单易懂的事情，你只需要以低价买入，然后以高价卖出即可。如果你预期价格会上涨，那么你买入，然后当价格上涨到你认为不会再涨的时候卖出，这样你就从中赚到了利润。如果你想更加别出心裁一些，那么你可以运用衍生品：你可以使用一份远期合约来获得杠杆效用；你也可以买入看涨期权合约，如果价格并没有上涨，就可以将你的损失锁定在支付的期权费。你也可以卖出看跌期权从而获得期权费，如果价格上涨，那么这个看跌期权就不会被执行，你就可以获得期权费收入；如果价格下跌，那么你就离开这个国家。

如果你预期价格会平稳，那么你可以卖出期权，通常是同时卖出看涨和看跌期权——卖出勒式(strangle)或跨式(straddle)套利。你获得这两笔期权费收入。如果价格变动不大，那么你就安稳获利；但是只要价格朝任何一个方向剧烈变动，那么你就有麻烦了，“跨”在带刺的铁丝网上可不是一件容易的事情。就在日本股市因神户地震暴跌之前，尼克·里森对日本股市进行了一笔大额卖出勒式套利——他也真的被“勒杀”了。尼克的确离开了这个国家。但是没什么用，他被引渡回新加坡，最终沦为阶下囚。

如果你预期价格会剧烈波动，那么你同时买入看涨和看跌期权——买入勒式或跨式套利。你付出两笔期权费。只要市场朝其中一个方向剧烈变动，那么你都会获利丰厚；如果市场只在小范围内变动，那么你就不能从中获利，可取之处在于，你的损失不会超过你付出的两笔期权费。你变穷了，尽管在经验方面是更富有了。

简言之，这就是交易。有很多人试图将它复杂化或是神秘化，但它就是这么简单。你要做的事情就是准确预测价格的变动，至少在大多数时间要预测准确。

当然，交易存在各种变化形式。有“相对价值交易”：你买入你认为便宜的东西，并且同时卖出你认为贵的东西，你是“中立的”。真的是这样吗？如果你买入的东西价格下降了，而你卖出的东西价格上涨了会怎样呢？在交易中，只有当你没有进行交易并且没有持有头寸时你才是“中立的”。

也有“套息交易”(carry trade)，这是银行常常做的事情。他们借出长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期贷款，并且借入短期资金来为他们的长期贷款融资。银行不得不在借款到期时不断地滚动借款。大多数时间长期利率都比短期利率要高。你从中获得息差收入——从贷款上收取的利率与对储蓄支付的利率之间的差价。套息交易每天都可以获得息差收入，这可以提高你的赢利。你的风险就是短期利率可能上涨，从而侵蚀了息差。也有一些微妙的风险：如果长期贷款还未到期，利率已经上涨了，因而不得不出售长期贷款的话，那么你就会面临损失。

20 世纪 90 年代，全世界开发了各式套息交易。美国经济的衰退就意味着格林斯潘会将短期利率降到非常低的水平（大约在 3%）。具有讽刺意味的是，在 2001～2002 年之间，他将利率降得更低（接近 1%）。在此期间，长期利率就显得非常高了。日本正在经历衰退，它们的经济正在以惊人的速度萎缩，通货紧缩（物价下跌）也很明显。日本当局将短期利率降到了零——本质上就是免费资金。套息交易得以进行。钱也就非常容易赚。

交易员们借入短期资金，并且贷出长期资金——通常购买政府债券。为利用低利率的机会，各种产品被创造出来——逆向浮动利率债券、延期重置互换、收益率曲线互换（yield curve swaps）、差额互换或定量型利率互换（differential or quanto swaps）。每一种结构化产品都依赖于短期利率保持在这种低水平，而长期利率一直高于短期利率。

也有更具风险性的策略。交易员买入以美元计价的美国长期国债，并且以零利率借入日元，从中谋求高额收益。他们暴露在日元升值的风险之中。其他一些人则以黄金借入资金。他们从一些中央银行以较低的费用（大约 0.25%～0.50%）借入黄金。借来的黄金被出售，得到的资金用于购买更高利率的美国政府债券。交易员们面临着是否能够长期以较低的费用借入黄金的风险。

这种容易赚钱的游戏最终结束了。1994 年，美国利率急剧上升；套息交易出现了真实的亏损。日元反弹并且开始升值，使得日元套息交易面临一场浩劫。在一天之内，美元兑日元汇率的波动出人意料地超过了 20 日元——交易员们有人亏损，有人大赚了一笔。中央银行限制黄金借贷，导致黄金价格和借入黄金的成本急剧上升。美元—黄金套息交易也破产了。

21 世纪初，格林斯潘的低息货币政策孕育出所有的套息交易。大额头寸非常明显，使用衍生品的杠杆效用也非常巨大。到 2004 年年中，美联储收紧了利差。交易员们开始从套息交易头寸中撤退，但是他们发现鲜有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买方。恐慌性的抛售沉重地打击了债券、货币，尤其是新兴市场；价格下跌得非常快；交易员们在撤退的潮流中备受蹂躏。交易员们辩称他们已经从以前的危机中吸取了教训，他们变得更聪明、更有管理水平了，风险在控制之中。套息交易完全就是从捞取不义之财的共识中捡一点残渣。历史告诉我们这不是长久之计。

交易商就像钟摆一样在经纪业务和自营业务谁作为首要赢利来源上不断摆动。当市场环境非常好时，他们发现自营交易更赚钱。接着，市场环境变化了，他们出现了亏损，这时他们又会转向经纪业务。太多的银行追逐客户就表示他们的自营交易没有赚到钱。之后市场转好时，他们就又会好了伤疤忘了痛，重新发现自营交易。

内幕消息

除了纯粹的运气之外，只有两种方式可以赚到钱——内幕消息或操纵市场。不言而喻，信息——包括“信息”、“虚假信息”、“错误信息”、“内幕信息”——促进了交易的蓬勃发展。一直都是这样。

信息——包括“信息”、“虚假信息”、“错误信息”、“内幕信息”——促进了交易的蓬勃发展。

金融新闻不同于普通的新闻。对于普通的新闻，我们是被动地听一些重大事件、好消息、坏消息和关于帕丽斯·希尔顿(Paris Hilton)[1]的消息。金融新闻是要找出可能影响我们业务的一些信息：它是关于交易员在买什么和在卖什么，以及他们愿意支付的价格。交易员也希望知道其他人在做什么，但是却不希望别人知道他在做什么。这有一点儿狡猾，并且导致了金融新闻人员与交易员之间奇怪的“双人舞”：

记者：那么，发生了什么事？

交易员：你知道的，小事情。不多。只是小事情。你知道的。

记者：没有什么特别的事情吗？

交易员：呃，就像平常一样。

记者：我听说进行了一笔漂亮的大宗交易，异乎寻常的，大宗的，

〔1〕 编辑注：希尔顿集团的姐妹花继承人之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金。你这家伙不知道这件事吗？

交易员(表情极其生动)：真的吗？你是从谁那里听说的？

记者：你知道这笔交易吗？或是别的什么？

交易员：那么，是谁告诉你的？

记者：看看，你知道这笔交易吗？你竞价了吗？我想那可是你的一位大客户。

交易员：可能吧。这些天我们对很多东西竞价了。你知道的，很难了解动态情况。它是什么呢？谁做的呢？

唐纳德·拉姆斯菲尔德巧妙地将这总结为："任何知道一些消息的人不会说，任何有一点理智的人也不会说。因此，那些在媒体上讲话的人，更准确点讲，是一些不知道任何事情和没有理智的人。"这非常精确地形容了记者与交易员的上述对话。

我曾经与外汇部门的主管在一起办公。他被认为是一个"权威"、"大人物"。当马蒂(Marty)评论市场时，至少在记者面前，他是令人敬畏的。如果市场行情上涨了，那么他会说"因为买方多于卖方"；如果那天市场行情下跌了，他就会解释为"是因为卖方多于买方"。马蒂无比庄严地说着，金融记者也一字不差地予以报道。他成功的模板与拉姆斯菲尔德说的一样："虽然我完全想不起来我说过了一些什么，但是我知道是告诉了《华盛顿邮报》。我可以很肯定我说的都是我平常说的那些话。"

20 世纪 60 年代，加拿大学者马歇尔·麦克卢汉(Marshall McLuhan)关于现代文明的观点受到了推崇。其中尤为著名的就是他那精炼的短语"媒介即信息"。没有人能够准确地明白麦克卢汉到底讲的是什么意思。在报道金融市场方面，媒体是仅有的消息来源。麦克卢汉也明白在金融市场上大家梦寐以求的内幕消息的价值："这种信息是最高机密。一旦你读到，就会毁掉自己。"

操纵市场

操纵市场对于那些大交易商来说是不错的策略。2004 年 8 月，花旗集团通过一个叫 MTS 的电子交易系统卖出了高达 110 亿欧元的债券。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此大额的抛售意味着债券价格和相关衍生品价格急剧下跌；然后，他们以大约 40 亿欧元的资金又将其全部买回。花旗集团从交易中获得的利润大约有1 500万欧元，甚至可能更多。

花旗集团利用了 MTS 系统的交易规则。这个系统要求参与的交易商在每个交易日至少有 5 个小时为债券提供买入与卖出的报价，当然价差的波动区间要窄。通常情况下，交易商们会希望买入或卖出一些债券。花旗集团使用一种特殊的计算机算法来快速卖出超过两百种债券；他们也非常精明地利用了暑期交易的迟钝(这个时候，很多欧洲国家都在休假)。这笔交易最后被认定为“邪恶博士”[1]交易。

这很有震慑力。花旗集团的利润就等于其他交易商的损失，大多数交易商损失额高达 100 万～200 万欧元。经验丰富的交易员接受了这个损失，他们为交易付出了代价。在公开场合，这些交易员们会很动听地说：“在交易的战场上每个人都是平等的”；“我们为什么不作自我检讨呢?”但是私下里他们却是另外一番说辞。其他交易员会表示震惊，控告花旗集团是“有计划地针对其他交易员”，“使整个市场陷入了混乱”。英国监管当局——金融服务管理局(FSA)，对此进行了调查。

特尔斐先知

交易员们不谈论“运气”——他们更倾向于谈论“机会”、“成功”和“方法”。交易依赖于对未来价格的预测。交易员们花了很大的精力研究预测方法，逐渐利用数量分析方法，包括高深的数学和经济计量技术。尽管有一些夸张，但是这仍旧是对古老的清点公牛内脏的实践稍作更新，在政治正确性和过度拘谨的次数上都有所增加。这是受过数理金融方面正规教育的交易员信仰系统的精华部分。任何事情不可避免地存在奥秘。这只是一个努力的问题。

预测方法是基础性的或是技术性的/数量化的。基本的技术是要了解金融市场上的各种因果联系。如果美联储提高利率，那么美元会升值吗?问题是我们对其中的因果关系了解还不够：对任何一个问题，可能存在结

[1] 编辑注：邪恶博士(Dr. Evil)是电影《王牌大贱谍》中的主角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论完全相反的两个理论。只有在事情发生之后，你才知道到底是其中哪个起了作用。技术/数量分析依赖于找出过去价格蕴含的变动模式。尽管给所有这些科学加入了神秘性，尽管有交易方法，但是并没有增加成功的希望。还不如做个运气好的傻子。

预测有时是适得其反的——交易员们改变他们的交易策略，导致预测没有实现。预测也常常自我应验——有影响力的交易者的预测通常会影响其他交易者，从而使预测得以实现。沃伦·巴菲特的预言就是自我应验的，因为有无数的崇拜者跟随着他的一举一动。预测有时是预先确定的，他们证实一个趋势时，这个趋势已经很明显了。这就像开始下雨时预测要下雨了。我可以预测我所能够回忆起来的每一次衰退。最终，无疑我会是正确的。

交易员们很少自我反省。当他们赚到钱时，不知道到底是预测方法起的作用还是其他的什么原因。用纳西姆·塔勒布的话来说，交易员只不过是“被随机漫步所愚弄”。

人性在交易中也起了作用。“行为金融学”就是分析在经济决策中人们的心理偏差。丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)，行为金融的一位创始人，因此获得了诺贝尔奖。人们对结果通常表现得过度乐观；在美国，有40%的人认为他们会是收益最高的那1%的人群，看起来相当乐观。过度乐观会导致过度自信，从而使人们夸大了他们自己的技能，高估了他们对事物的把握程度，忽视了竞争的能力。

第一印象在做决策中起到了决定性作用——锚定效应。提到某个人，脑海里就会出现某种印象。在缺乏信息的情况下，这种(错误的)确定的感觉让人们感到舒服。人们很难放弃之前形成的印象，一片叶子就遮住了大家的眼睛。人们通常更关注损失，而不是赢利，这导致了频繁的非理性决策。对贫穷根深蒂固的害怕影响了我每一次金融决策。

人们经常花费大量的时间来对一些次要的事情做决策，而对一些重要的决策问题却匆匆给出了决定。花在做决策上的时间与相应的金额呈反比——帕金森(Parkinson)定律。大额的支出，比如数百万美元的一套新的计算机系统，可能只经过很少的讨论就通过了；而对于一些小的支出费用，比如休息时间是否应该提供一些巧克力饼干，却争论不休。然后，就会后悔了。人们花费了过多的时间来为“洒出去的牛奶”而“哭泣”，这导致了更多的非理性决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为金融的魅力导致了很多奇怪的交易决策。在学习了卡尼曼的一些理论之后，一名交易员非常肯定地实行了一种新的策略：如果他有某种预感或是什么特别的预期，那么他就反着来做。我想把卡尼曼的开创性成果推荐给布迪和爱德维科。不过，可能太迟了。

最终来看，交易的是关于未来的一些事情。预测是非常困难的。交易员们应该学习一下克洛伊索斯(Croesus)的故事：克洛伊索斯是吕底亚(Lydia)[1]的国王，他发行金银币，创造了世界上最早的官方货币。在其国力最强盛的时候，克洛伊索斯决定在波斯对其没有构成威胁之前袭击波斯。为此，他求问了特尔斐(Delphi)的先知，以及另外六个希腊的先知和一个利比亚的先知。为了谨慎起见，他甚至先检验了他们预测的准确性。一位信使询问每位先知在某一特殊的日子里克洛伊索斯在做什么。为了让吹牛者不可能猜得到，克洛伊索斯专门计划在那天杀一只海龟和一头羊羔，将它们放在一个锅里一起煮。

结果只有来自特尔斐的先知通过了这个检验。据历史学家希罗多德(Herodotus)记载，克洛伊索斯将收到的大量礼物连绵不断地送给这位先知，因而获得了“首次求问免费的权利”。先知预言克洛伊索斯“将摧毁一个伟大的帝国”。随后他去攻打波斯，却战败了——先知是正确的，一个伟大的帝国被摧毁了——吕底亚帝国。当他被作为祭品焚烧以供奉给波斯神的时候，据说克洛伊索斯大声呼喊梭伦(Solon)[2]。梭伦早在几年前就提醒克洛伊索斯“人类就是纯粹的机会主义动物”。

意外之财

如果一位交易员开始进行套利交易，那么就到了担心的时候了。套利通常被假设是完全没有风险的。在教科书上常常举这样的例子：你在一个市场上买入黄金，然后在价格更高的另一个市场上卖出，你从中获得价差收入。实际情况并不是这样。

很多交易商都对股票指数进行套利，股票指数相当于一篮子股票的组

〔1〕 译者注：小亚细亚西部的富裕古国。
〔2〕 译者注：古雅典的立法者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。股票指数期货合约在交易所进行交易，相当于买卖组成这一指数的所有股票的远期合约。这一合约的价格应该等于这一指数(组成这一指数的所有股票的现价)与为买入这些股票的融资成本之和。融资成本等于市场上的利率减去你从股票上获得的任何红利。“同一种商品的价格因位置不同而不同，差价等于将这个商品从一个地方运到另一个地方的时间和风险成本”——早在 13 世纪，托马斯·阿奎那(Thomas Aquinas)就非常精确地给出了衍生品定价的原则。

但是，股票指数期货合约的价格常常不等于它真实的内在价值。这是由于一些技术性的原因所造成的。如果价格表现异常，那么股票指数套利交易员们就开始行动了。假设指数在1 000美元，利率是 6%，并且未来 91 天内股票的红利是 10 美元。期货合约价格应当是1 005美元(指数价格 1 000美元加上融资成本 15 美元(1 000美元×6%×91/365)，再减去红利 10 美元)。91 天到期的期货合约交易价格是1 007美元。这个价格被高估了。不应该出现这样的交易价格，但事实上却出现了。

套利交易者买入所有相关股票来组合成相应的指数(以1 000美元的价格)，同时卖出相应的指数期货合约(以1 007美元的价格)。当这样同时买入卖出时，套利交易者就锁定了 7 美元的差价收入。现在他们为买入这些股票而进行为期 91 天的融资，成本是 15 美元减去他们收到的红利 10 美元。因此，除去 5 美元的成本，他们净赚 2 美元。在理论上，他们获得了无风险利润。这真是太轻松了，简直就是意外之财。交易员们通过这种方式发了财，但是这种简单的伎俩并不是没有风险的。

你需要以相应价格同时完成各种买入卖出的交易。交易员需要买入所有与这个指数有关的股票——比如标准普尔 500 指数，毫无疑问，有 500 家公司的股票。电子交易技术可以很容易做到这一点，你只需敲一下键盘——就像前面花旗集团所做的那样。但是存在一个问题：执行这些订单可能会导致价格发生变动，这会降低利润甚至会导致亏损。股指期货合约是以现金方式结算的。在平仓的时候，交易员需要将他们买入的所有股票全部卖掉。他们通常会考虑这种卖出成本。如果卖出行为对市场的影响超过了他们的承受范围会怎样呢？我们假设在期货合约到期时，股票指数期货合约价格与相应股票价值一样。但通常不是这样——用行话来说，它们之间没有收敛。如果它们之间的价格没有收敛，那么你就面临一个发散的情形——你的利润可能会变成你的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利交易假设你已经锁定了在相应期限内的融资成本，也就是说你确切地知道相关的分红。要买入所有的 500 只股票简直太麻烦了。你可以只买入一部分，比如 60 到 80 只可以密切追踪指数的股票。交易员们使用科学方法——分层抽样技术——来寻找出能够追踪指数的股票组合。这种方法可以确保被选出来的股票组合能够最密切地追踪相应指数——“追踪误差”最小。如果没有被你选入的某只股票突然有非常利好的消息，其价格大幅上涨，那会怎样呢？很显然，会产生较大的“追踪误差”。这可不是什么容易赚的钱啊。

钞票的颜色

有你实际赚到的钱，也有会计账户上显示你赚到的钱。这两个数字可不是一回事。

我赞同会计理论中的“街角小店学派”。早晨，这家商店的老板拿出 100 美元去进货，在一天之中他们卖出了当天进的所有商品。如果在一天结束时，这家商店的抽屉里的钱超过了 100 美元，那么就赚了。会计师将此称为现金账户，并且对之很不屑。这太太太太原始了。

会计师武器库中真正的重武器是按市值计价。它也是种 WMD。

会计师有更先进的方法——权责发生制。你以取得收款权利或付款责任作为记录收入或费用的依据：你将啤酒卖给承诺下个星期付款的家伙——这就是应收账款（属于你的收款权利）。此时你根本就没有收到现金，但是你可以当它是你的收入；你忽略了他还没有付钱给你的事实。甚至，还存在他根本就不还钱的风险。会计师武器库中真正的重型武器是按市值计价。它也是种 WMD，即大规模杀伤性武器。

在以市值计价的账户中，你对所有可能收到的钱和所有可能要付出的钱都以今天的价格估价，从而确定账户在今天的价值。你计算出所有你签署的合约或你拥有证券的现金流。然后，你将这些现金流全部贴现到今天。今天的 1 美元比明天的 1 美元更值钱，交易员对此心知肚明。他们提出了按市值计价，衍生品交易员则将这个概念告诉了会计师。

最初，对衍生品的会计记账是很含糊的，没有什么规则。现金流入就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是利润，现金流出就是损失。这与人们对复杂的、令人头晕眼花的衍生品业务的印象不符。而交易日渐复杂，银行也纷纷开始运营“仓库”业务，事情逐渐变得棘手。将所有的现金流都折算成现值——这个主意看起来符合逻辑。衍生品工具通常是复杂的，因此对其价值的评估往往模糊不清，将所有的东西按现价计算就显得很有意义了。这种处理方法吸引人的地方就在于你可以立即察觉到价值的任何变动，你能够立即知道你的风险所在。这种方法之所以被采纳的真正原因是它允许对收入“提前”计价。交易商们通常希望提前获得利润。

想象一下，你在未来 5 年中要向一家连锁五金商店供应钉子。你将 5 年里的全部收入减去制造钉子的成本，就是你今天的账面利润（当然是折算成现值）。你的会计师会允许这么做吗？仅仅当它是衍生品合约时。

准备金计提

按市值计价本质上没什么错，你只需要明白它的一些缺陷并且将其改进就可以了。合约的另一方可能不会付钱给你，这是你未来可能遭遇的成本，还有其他一些你现在还不知道但未来可能会发生的成本。按市值计价使用了复杂的定价模型，但有时并不起作用。

信用准备金计提可以用来应对各种意外事故——弥补某些人没付款对你造成的损失，弥补随时间推移不得不支付的将来的管理成本，弥补将来为管理账面风险而进行的套期保值的成本。很多交易商并没有计提准备金。他们这么做是否正确呢？交易员们讨厌准备金。因为计提准备金降低了他们的利润，并且因此减少了他们的红利。

实际上，准备金可以用来操纵利润。在好的年份，你可以从赢利中更多地计提准备金——利润平坦化（profit smoothing）。在坏的年份，你可以减少准备金从而提高利润——利润平坦化。

我曾经为一位堪称准备金高手的人工作过。每当他接管一家公司，总是非常仔细地审查一番。他会注销大笔资金形成庞大的准备金，用于应对资产贬值、将来的成本以及任何你可能想到的事情。在接下来的年份里，他的利润会有很大的增长，因为他把之前提取的准备金再提取出来。通过这种方式，他稳稳当当地获得了丰厚的分红，之后他就会变动岗位，通常是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跳槽到另外的公司。他把每个人都当成是傻瓜。

审计人员最终发现了这件事。他们明白了准备金实际上被用到了什么地方。他们制定了新的规则:你只能提取有证据证明必需的准备金。那种"我今年赚了太多钱,要留一些到明年"的准备金提取是不被允许的。同时,监管者却要求交易商应当持有准备金。实际上,准备金越多越好——信用风险计提、平仓成本计提、操作风险计提、提前终止成本计提、投融资成本计提、未来管理成本计提、模型风险计提,以及为应对其他准备金出问题而计提的准备金。

财务人员希望更少的准备金计提,而监管者希望更多的准备金计提。交易员们是与财务人员站在一起的,因为更少的准备金计提可以让他们的收入和红利更高。

所有会计制度都有缺陷,并且本质上就不严密。在我的企业生涯中,有一位航空公司子公司的财务总监来见我:董事长要求到年底利润能够有较大的上涨(离年底只剩 4 个月了)。"这完全就不可能",他抱怨道。我为他提供了一些会计上的处理方法。

飞机票都是事先销售的;航空公司提前获得了现金收入,但是直到乘客实际来乘坐飞机时才知道真实的销售额(可能会退票等)。等到实际飞行时来确定收益是不可取的:通常的做法是将机票销售额的某一百分比作为每个月的收益。你马上就可以"发现"你之前使用的百分比太低了,你提高这个百分比,航空公司的收益立刻上升。你还可以说服销售人员提前销售更多的飞机票,销售额越高那么收益也就越高。你可以卖出一些价格较低的预定票。在账面上,你就可以将这些收益作为利润。

你也可以从成本方面下手。飞机可能是按十年期进行折旧,太短了。一位航空评估师可以证明这些飞机可以使用 18 年,甚至更长时间。你因此可以改变折旧计提政策,减少成本。你仔细"研究"计提的准备金,你会发现太保守了(计提的太多了)。为飞机维护计提的准备金太高了,尽管空难的概率不可能是零。为辞职和未来的退休养老提取的准备金也太多了——人们对未来总是有着杞人忧天式的担心。最后,你的成本就下降了。

这些做法全都是合法的,在游戏规则以内。什么也没有发生变化,但是航空公司的利润却上升了。这种方法适合所有的行业。衍生品交易员就是使用按市值计价的方法来这样做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

错误的喜剧

按市值计价对于每种交易的金融产品的定价是非常必要的，但它并不像听起来那么简单。按市值计价通常是荒唐可笑的。

理想上，你希望知道产品的真实价值。但只有那些标准化产品的价格是随手可得的，甚至这些产品都存在一些问题，比如买卖价差、头寸规模、市场的流动性，等等。那些缺乏流动性的产品或奇异产品的价格是很难随时得到的。在这里，交易员们发挥了他们的创造力：市值计价方法发展成了公允价值方法(即对交易员公允)。

对衍生品很少能够得出它的准确价值，它们是由模型来定价的。你获得一些变量，然后将它们代入到定价模型之中——来得到当前的价格。输入的变量包括资产的价格(货币、股票和商品)、利率，对于期权来说，还有波动率。利率和波动率并不是总能轻易地从市场上获得，而且交易员们很多时间不得不推算相关的比率。这种推算是有根据的、科学的猜测；有时他们甚至靠推测，胡乱的猜测。波动率，尤其是对于某些期权(深度价内和价外期权或者期限较长的期权)的波动率或新兴市场上的波动率，是很难得到的。这就需要我们去估计了。当然，我们还假定模型一直都起作用。

对头寸进行估值的需求催生了一个行业。估值的关键原则是“独立性估值”，意思是应当由独立于交易员的人员来进行估值。一种估值的方法是从一些独立的渠道获得价格或输入变量，以此来反复核对交易员的数据。数据的主要来源是交易系统和经纪人的报价，但价格很少独立于交易员。当交易员是一位重量级的参与者时，问题就变得更糟糕了，因为估价师的价格实际上是交易员自己定的价格的反馈。

安然公司破产之前，是电力和天然气交易市场的主要玩家。努力获得一个独立的价格来对安然公司的头寸进行再估值完全就是白费工夫，因为这样一个价格不可避免地就是安然公司自己估的价格。为了把握机会，“独立的”估价师开设了专门的公司。你从重要的市场参与者那里获得价格数据，再稍作调整[称为“数据清理”(data scrubbing)]，然后你再将这些数据卖给客户，而这些客户通常也是先前数据的提供者。你收取高昂的费用。这就叫增值服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们总是非常努力地确保估值是科学的和准确的。有一种互打王牌(cross-ruffing)行动。找一个正常交易员之外的人来管理账簿;如果你是有问题的交易员,你不知道这事将会发生。你刚到单位,还没走到你的办公桌之前,你的老板就把你叫进了一间办公室,在未来三天时间里交给你一项特殊的任务——帮助内勤人员把资料归档。另外一位交易员将管理你的投资组合。这样做的目的是发现任何非法的估值业务。我一直都喜欢互打王牌;我喜欢让另一间办公室的交易员来进行账户检查,通常是由讨厌这个人的人来检查他的账户。这有助于团队精神。

互打王牌应当在日本交易商内部强制执行。井口俊英(Toshihide Iguchi),一位日本大和银行的交易员,在债券交易上亏损了11亿美元,并且将此隐瞒了11年。滨中泰男(Yasuo Hamanaka),日本住友银行的首席铜交易员,在铜期货交易上损失了18亿美元,十年中都没被发现。井口和滨中都是非常勤奋的员工,从来没有休过假。事后来看,他们对工作的确很"投入"。

黑 洞

交易商现在聘请产品经理和风险管理人员来确保估值的准确性。有些公司提供独立的评估数据;内部和外部审计人员定期对这些估值进行审查;监管当局进行风险审计;咨询专家经常被请来以确保各项业务正常运作。这一切有作用吗?

多年来的一些重大亏损事件如表4.1所示。

表4.1 多年来的一些重大亏损事件

德国中央合作银行(DG bank)	1990年,这家德国银行损失了大约6亿美元,但是这些损失被错误的估值掩盖了
基德皮巴迪投资银行(Kidder Peabody)	1991年,约瑟夫·杰特(Joseph Jett),债券交易部门的主管,用不存在的交易制造了虚假的交易利润。为此,损失高达2.1亿美元
巴林兄弟银行(Baring Brothers)	1995年,尼克·里森在日经指数/日本政府债券的期货和期权交易上出现了闻名世界的9亿英镑亏损。里森没有试图在估值上弄虚作假。这是非常困难的,因为期货价格是公开的。他没有这么做,而是将这笔亏损的交易记在了一个伪造的客户账户上(著名的"88888"账户)。这样,损失就不再是损失了——而是这位"客户"欠巴林的钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

西德中央合作银行(WGZ)	1998年，这家德国银行披露了在货币期权上高达3.77亿德国马克的一笔亏损。这些亏损因为对头寸的错误估值而被掩盖
曼哈顿投资银行(Chase Manhattan)	1999年，这家美国银行公布了一笔4 000万美元的损失，这笔损失是由于对互换头寸的错误估值造成的
爱尔兰联合银行爱弗斯特分行(Allfirst，Allied Irish Bank)	2003年，约翰·鲁斯纳克(John Rusnak)在货币期权交易上亏损了6.9亿美元。他通过隐瞒交易和自己对自己的头寸估值来操纵报告的赢利数据。鲁斯纳克甚至将他伪造的文件放在他的电脑中一个名叫“伪造文档”的文件夹中
澳大利亚国家银行	2004年，一群货币期权经纪人损失了3.6亿美元。这些交易员使用错误的数据和虚假的交易来隐瞒这些损失

这些仅仅是已知的损失——已知的已知。还有很多损失事件是没有公开的，或用计提的准备金掩盖了，或被其他什么创新性的会计手法掩盖了。1998年，我与一家银行的交易部门主管聊天。“真是要感谢亚洲金融危机。”他说。我对此非常惊讶。这家银行的损失超过了10亿美元，归咎于亚洲金融市场的崩溃。“你完全就想不到我们能够注销什么。”他得意洋洋地笑着说。分析师们对于这10亿美元的损失松了一口气。事情原本会更糟糕。股价重新恢复性上涨了。

你完全就想不到我们能够注销什么。

20世纪80年代末期，一家美国投资银行遇到了麻烦。他们的衍生品账户显示利润急剧增长，但是却没有产生任何现金收入。利润应当最终转化为现金收入。最后，这全部归结为“街角小店”的会计学派。外部的审计人员发现了这个问题，为此向交易员质询：他们被搪塞了。年收入100多万美元的交易员不会理会年收入50万美元的审计人员的问题。这只是“技术因素”、“时间问题”。审计人员向公司合伙人报告：这些利润不具有“重要性”，不影响公司账户的“真实与公允”。因而没有采取任何措施。

问题越来越严重，到最后无法再掩盖了。大量的心思用在弥补差额上，但是不管用。最后，这家交易商注销了2.5亿美元的账款。当然，交易员们的奖金是基于膨胀的收益的，虽然已很久没发了。

1997年，英国国民西敏寺银行(NatWest)披露它在利率期权交易上有8 500万英镑的“漏洞”。而几个星期前它们披露的“漏洞”是5 000万英镑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这笔损失是与交易利率上限期权、下限期权及其他类型的期权有关。西敏寺银行向来以激进型交易而闻名，尤其是对于期限较长的产品。

对期权进行估价时，一个关键的变量是波动率，是指利率在未来可能变动的范围。问题在于，它是“未来”的。交易员们对逐日盯市的头寸采用隐含波动率，隐含波动率是其他交易员报价的水平，反映了正在交易的期权的价格。西敏寺银行面临的问题是利率期权的隐含波动率，尤其是长期利率期权的波动率，很难获得。很少有人会交易这些产品，因此很少有人对其报价。西敏寺银行是其中少有的几个交易方之一。

因为波动率存在“微笑”现象[1]，所以也需要对波动率做一些修正。如果一个期权是深度虚值期权（很可能不会被执行）或者是深度的实值期权（很可能会被执行），那么使用的波动率就要增大一些。这是针对期权定价模型的弱点和价格向某个方向剧烈变动时会导致巨额赢利或亏损的可能性进行的一种调整。

西敏寺银行对它的期权头寸的估值是有问题——这就是“漏洞”所在。很显然，西敏寺银行使用了经纪商价格（broker price）来对它们的账户进行估值；由于西敏寺银行是这个市场上的主要参与者，市场上的报价很有可能就是西敏寺银行自己给出的波动率。而这显然没有对“波动率微笑”进行调整，这个过程根本就没有处理这个问题。西敏寺银行存在的估值问题不是什么秘密，其他经纪商早就知道了。他们从西敏寺银行那里大量买入低估的期权合约，他们从这样的交易中也就赚了8 500万英镑。记住哦，交易本身并不创造金钱，它只是转移金钱。

马丁·欧文（Martin Owen），西敏寺银行的首席执行官，脸上没了微笑。“我们认为这是令人难以忍受的亏损，而且是以一种令人无法接受的方式、在无法接受的时间里发生的。”一向严于律己的欧文自愿将他50万英镑的年奖减少了20万英镑。不知道交易员们有没有类似的退回部分奖金的“自我检讨”行为呢？

20世纪90年代中期，我被一家银行聘请来帮助收购一家日本银行持有的衍生品投资组合资产。泡沫经济的破灭和巨额的坏账意味着日本的银行业陷入了严重的危机中。他们急于卖掉一切可以卖掉的东西，把资金撤回不太安全的日本证券。我协助对收购项目的价格进行谈判，这个投资

[1] 编辑注：即两头高、中间低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合非常简单。标准的操作流程是:我们对交易做一番简要了解,然后作为买家,我们对投资组合进行估值。将卖方和买方的估值进行对比,接着价格谈判就开始了。

在这里,我计算的价值与这家日本银行按市值计算的价值差异很大。差异主要出在用于对未来现金流进行贴现的贴现率上:日本银行使用的是"拆借"利率,这个利率等价于一家"主要的"银行借钱给另一家"主要的"银行的利率。在这里的"主要的"是指信用等级在 AA/A 左右的银行。

日本的银行显然不够"主要"。在当时,这家银行的信用等级仅仅是BBB,一个比较差的级别,而且没有人相信日本的银行达到了这个等级。它只是基于可笑的会计方法达到的。这家银行在市场上借款要多付0.75%～1.00%的额外费用,因此我将这个费用加入到贴现率之中了。这非常显著地降低了相关资产的价值。

日本银行坚持认为用拆借利率来对衍生品进行估值是市场惯例。这是因为大多数交易商都是"主要的"银行。这家日本银行甚至拿出一本权威的书籍来支持他们的观点——居然是我以前写的一本书。

这就证明了需求是创新之母,这家日本银行相当狡猾。我们的公司是高信用等级(AA)的银行:如果我们接手相关的资产,那么我们可以再以拆借利率在市场上交易,而不需要支付额外的费用。因此,他们是按我们得到这笔资产后的价值给出的估值。到底是什么让这家日本银行认为我们会将我们低融资成本的优势让给他们呢?由于无法弥补在估值上的分歧,最终这笔交易没能达成。

我查看了这家日本银行的财务报表,它们实际上在亏本。而其衍生品投资组合是赢利的;任何赢利都是重要的,尤其是如此大的利润贡献。一家大的会计师事务所曾经证明了这些财务报表是"真实和公允的"。这些赢利是正确的吗?

多少奖金?

有实际创造的钱,有会计师告诉你赚的钱,也有更加重要的——你能够拿到的奖金数。在美国投资银行的内维菲尔和他的同事们一定知道这个道理。这就是他们在印度尼西亚和广袤的亚洲发起一系列"屠杀"的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因所在。

大多数交易商在 12 月 31 日对账目进行清算，而大多数交易员早在感恩节(11 月下旬)之前就停止了交易。在感恩节之后，交易员们习惯保持尽量少的头寸，因为一年都快结束了，这一年中的赢利或损失已经明朗了。有一年我们的交易席在 4 月左右就已经超额完成当年任务。我们就关张了，我们不可能再进行交易，冒险对我们绝对没有好处。我们无视报价的请求，也无视支持销售部门的请求。我们的奖金十拿九稳了。

奖金一般在 1 月份支付。从 11 月下旬到次年 1 月份支付奖金的这段时间是“黑夜和黎明的交界期”。办公桌旁的每个人都在盘算着自己能够拿到多少奖金。资深的交易员假装不关心，年轻的交易员则掩饰不住既焦虑又兴奋的心情。对奖金分配的闭门商议要持续好几个星期。

到 1 月中期，奖金方案公布出来了。通常会有面对面的会谈，应该是业绩总结；也会有一些升职——升为副总裁或管理主管。在这个行业里，头衔、办公室和领导专用洗手间的钥匙等等都不重要，只有你拿到的钱数才是最重要的。有时，你会发现对你的贡献的热情洋溢的赞扬意味着很低的奖金。接着，你知道了自己的奖金，你发誓要保密，因为员工的奖金是私密的。在奖金会议面谈结束之后，有一个环顾交易室的家伙会告诉你各种注意事项。

我曾经看到有人愤怒地摔了电话，把电脑屏幕砸出了一个洞。我还看到过有人威胁他们的老板。可以说这些人这么做是对的——在过去的一年里他们是那么敬业，他们在这一年里生存了下来，并一路赚钱。

在要分红的时期有很多活动，但很少是与交易相关的。有对奖金的猜测、谣言和忧虑，也有职业规划。大厅和街上满是与猎头公司通电话的交易员。他们在谈论关于跳槽的事情。在一些交易员正常情况下不常去的安静的酒吧或餐馆有些幽会，大家偷偷摸摸地安排与竞争对手公司的秘密会面，他们在寻找更好的工作。当然，在没有实际拿到奖金之前是没有人离开的；在奖金发下去的那天之后，就有大量的员工辞职声明。有人离开，有人进来。就像是在轮班一样。

奖金也带动了消费。豪华轿车经营商的赢利与银行的奖金紧密相关：在好的年份，街上到处都是保时捷和其他豪华轿车。对其他炫耀性购买的需求——游艇、豪宅、度假屋、奢侈的假期——也跟奖金数目有关。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入越多越好

交易员通常获得一个适当的底薪，至少是银行业的标准。一名新员工和资深员工的薪水可能没有太大的区别，因为他们收入的主要部分是奖金。一位底薪是 10 万美元的高级交易员获得的奖金可能是 100 万美元，所以焦点就在于能获得多少奖金。

从大多数标准来看，交易员的外在报酬都是非常高的。交易是这个星球上回报最高的行业之一。2004 年，在伦敦金丝雀码头的汇丰银行总部 41 楼，庞约翰(John Bond)，公司的董事长，正在做年度分红报告。有一件很有趣的事情——报告显示庞约翰获得了3 500 000美元的奖金，这不是注意焦点——分析家们关注的是支付给汇丰投资银行五名成员的60 800 000美元奖金。庞约翰非常谦虚地解释道："他们比我对股东的贡献更大。"这就是这个行业令人惊奇的事情，交易员的收入是独立的，他们的收入可能比老板的收入还要高。

这种高水平的外在报酬主要可以归因为：可以非常好地将收入与个人贡献挂钩。一个外科医生可能救了一个人的性命，但是生命的价值是多少呢？这名外科医生应该拿多少钱呢？由于可以用钱来度量交易员的贡献，所以有一些交易员所挣的数目高得让人无法想象。

因为交易员的职业生涯相对比较短，他们的报酬也变得扑朔迷离。这种工作风险很高，工作时间长、强度大，你可能在夜晚对着电脑屏幕睡着，每过两小时自动醒来查询报价。有时候，压力之大超乎常人的想像。在这种环境下，很少有健康的人际关系和婚姻生活。可能高的收入就是来补偿这些的吧，当然前提是你赚了大钱。然而，几乎没有交易员能赚到数以百万计。

"按贡献发奖金"这种方法有时也会陷入两难境地。我工作的一家公司使用"膨胀的"单子，一个记录你对公司赢利的贡献的文件。这里存在一个问题：如果你将这个单子上的每个人的贡献加总，你会发现可能是公司赢利的 100 倍之多。很显然，这里存在一些重复计算。

在一些银行，这种重复计算司空见惯，并且被称为影子账户(shadow accounting)。每笔交易的赢利都是参与这个交易的所有员工共同努力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果，这就导致了记录每个人贡献的分歧——加总的贡献可能是实际赢利的两倍、三倍，甚至更多。

我记得有一个我们称为“收税员”的人。他负责金融机构业务部，凡是涉及他的客户给公司带来的收益，他都要提成。实际上，他什么也没做，但是他所负责的部门是这家银行最赚钱的部门之一。他之所以获得这样一个绰号，是因为到了发奖金的时候，他就会到处收他的“应得部分”了。

奖金在理论上是随意决定的，但是在实践中是有一个公式的，不管是明确的还是隐含的：你所能够得到的奖金首先取决于你到底创造了什么，一般是你对赢利贡献的 10%。对最高提成比率的确定是有一些随意性的，但是基本上最主要的决定因素还是你的贡献度。只是在我们这个行业，否则这种将贡献与收入如此紧密结合的情况是很少见的。这自然激励了大家去夸大赢利——按市值计价游戏。

如果你能得到，那是份好差事

一名交易员要想提高薪水最好的方法就是跳槽。在衍生品行业有着非常惊人的人员流动性，有经验的员工是稀缺品。也有另外一些方法可以提高你的收入，其中一种方法是保证奖金(guaranteed bonus)。如果你愿意在一年的年中跳槽，通常你可以就补偿你本应得到的奖金获得保证。这样一个保证奖金应该是多少很难确定。那么你未来的老板又是怎么确定它的呢？他们会给你现在的老板打电话并问他吗？是的，有可能。如果你拥有这个行业急需的技能或在这个行业受到推崇，那么你就可能获得优厚的解雇费、最初一到两年的保证奖金，甚或两者皆有之。

在一些顶尖的公司(如花旗银行、信孚银行)，衍生品从业人员的流动开始呈现出团队跳槽的现象，也就是说整个衍生品专家团队集体从一家公司跳槽到另一家公司。对于公司来讲，雇用一个团队比单独雇用一个单个的人更加有效率。集体跳槽也就使得交易员们拥有了更大的权利：通常，他们会对一些重要条款讨价还价，并且要求一个固定的利润分成比率。他们也可能对一些特殊的项目进行谈判，包括作为一个单独的部门运作。他们有他们自己的风险管理人员、会计和产品研究员，并且由他们自己给出赢利报告。这就像让学生自己出试卷给自己做，并且由学生自己给自己评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。一跳到新公司，这个团队就会快速地打出他们以前公司的旗号。

一个通常的策略就是跳槽进入一个新兴业务。20 世纪 80 年代末期，很多专家加入保险公司，为其建立专业的衍生品交易部门。这些衍生品专家和高信用等级(AAA)保险公司的联合，促进了一个高利润业务的发展。事实上，这个游戏有所不同。

这些衍生品专家通过谈判获得按市值赢利提取一个固定比率的逐日盯市收益——这是“习惯做法”。保险公司可能不知道有什么更好的方式。高信用等级使得这些保险公司可以进行大量的长期交易，30 年期甚至更长。此类的交易竞争有限，因此保险费会更高一些；因为很难得到市场价格，估值很困难；它是按模型定价的；有最低的准备金。这些衍生品交易员很快赚发了。据说，一家保险公司旗下的衍生品部门的主管赚的比董事长还要多。好景不长，与庞约翰不同，这家保险公司的董事长可不认为这些衍生品专家对股东的价值比自己的价值更大。

如果你找不到保险公司的工作，那么你可以到那些想开设类似业务的银行去找工作。交易商中等级森严。有第一等级，目前可能包括摩根斯坦利、美林、高盛、J. P. 摩根、德意志银行及瑞士联合银行。如果你能够在这个超级联赛中工作，你得为这份荣耀付出代价；报酬更低一些，大量的收入是通过利用公司的特别经营权得到的。你跳槽到处在追赶地位的第二等级的公司(投机商号)，他们可以给像你这样一流的、有资历的专家支付高薪。如果你足够聪明的话，你可以通过谈判获得签约奖金、一份两年期的保证奖金、固定的利润提成比率，等等。媒体会评价说“你期望迎接创新业务的挑战”，一旦你用完了保证奖金，你又回到第一等级的公司工作。你从中学到了很多东西，甚至赚到了更多的钱。即学习了又赚到了钱，何乐不为呢。

在早期的信用衍生品市场，很多人在不同的公司之间跳来跳去。人员的流动量甚至比实际进行的交易量还要大。一些人是非常专横跋扈的：有在顶尖的公司几个月的工作经历，他们就认为他们是信用衍生品方面的专家了。一位匿名的交易员曾经非常好地描述道：“信用衍生品交易员谈论他们的市场就像乳臭未干的青少年谈论性一样。很多人自认为是专家，但是真正让他们去做的时候，他们大多数人实际上还在黑暗之中摸索。”一个专家可能在很短的时期里多次跳槽，每次跳槽就意味着一份签约奖金、保证奖金等。那个阶段，交易员什么也没做——在每家新公司，他们都热衷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于建立相关的部门，以至于没有时间交易，更别提为公司赚钱了。

冒险游戏

银行通过交易赚到了很多钱，交易员们也从中获得了丰厚的奖金。分红体系本身就是最后的“衍生”交易。交易员们已经偷偷摸摸地想出了各种手段来“吮吸”利润。他们创造出了基于利润的看涨期权。

交易员们是拿银行的资本金在冒险：他们完全是最大限度地拿银行赌博。如果他们赢了，那么他们就可以从中提成；如果他们输了，那么这个损失就由银行来承担。也许他们会因此而丢掉工作，但是用于冒险的钱不是他们自己的，而是其他人的钱。如果亏损额度到了威胁银行生存的地步，会怎样呢？放心，大多数银行现在是“大得不能倒”，他们可以指望政府的支持。监管当局对“系统性风险”是非常警惕的，从历史来看，还没有哪个监管当局会眼睁睁地看着“银行系统被冲下厕所”。交易员们可以不断地使用系统性风险这张王牌。这是资本主义的最终形式——把赢利私有化，把损失公有化。

股东希望更高的利润，董事们和总裁希望银行股票价格上涨。而交易员受到各种激励要去冒险，去产生短期的收益。完美的奖金方案鼓励了这种“冒进”，并且导致了对赢利的高估。这种方案是整个不恰当的系统的核心。每次出了问题，总是“无赖”交易员搞的。潜台词就是无计可施。这样管理层就可以避免渎职的指控。

巴林银行提供了一个关于“道德风险”和“逆向激励”的生动例子。在里森的交易亏损导致这家银行倒闭的那一年，这家银行总的利润是3 700万英镑。其中，里森的“利润”是4 100万英镑。董事长彼得·巴林(Peter Baring)评论说：“在证券市场赚钱完全不是什么困难事。”在巴林银行，50%的净利润用来发放奖金——通常员工工资占25%、经理层的外在报酬占75%。拟给里森45万英镑奖金，而高级管理人员拟给自己的奖金超过100万英镑。没有人真正关心利润到底是怎么赚来的。停止这项游戏对谁都没好处。

2004年，一位美国亿万富翁对曼联队俱乐部发起了收购。同时，摩根大通正在与嘉诚(Cazenove)公司进行收购谈判，嘉诚是英国的一家私人投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资银行。机敏的评论家很快就发现了这两件事情的共同之处：在两个案例中，员工对收入的要求都是“狮子大开口”。在曼联队是那些球员，在嘉诚是那些银行家们。两个公司的员工都在那大声嚷嚷自己对公司的价值、他们自己短暂的职业生涯，以及可能会负伤的风险。他们总是不断地威胁要加入竞争对手的公司，而股东却要承担损失。我曾与一位朋友讨论这两笔交易到底哪笔更好；我们一致认为曼联队是更好的选择——作为所有者，你至少可以去看足球比赛啊，但在这两笔交易中你都看不到钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　惊涛骇浪

——借助数字进行的不当风险管理

“风险(risk)”是一个有四个字母的单词,用词组“风险管理(risk management)”会显得更为文雅。“衍生品(derivatives)”是一个有 11 个字母的俗词,而修饰过的词组“衍生品风险管理”更好。所有的损失都是未预期到的,产生于未知和某种“失败”。当然,处理由成功所产生的已知的、预料中的损失要容易得多。风险是最终的未知。

交易者和银行通过承担风险来赚钱,而用风险管理来衡量和控制风险。直接停止交易是否更简单呢? 即使你想管理风险,衍生品会使风险重新分布。风险管理工具自身也会带来风险。每个人都痛恨承担风险,他们偏好确定的东西。风险管理是在避免电影《惊涛骇浪》(the Perfect Storm)里,那种万年一遇的洪水。

知名的衍生品和风险专家坦亚·斯泰伯洛·贝德尔(Tanya Styblo Beder)曾经指出,金融市场上演着“伟大的风险追逐”。这是一个可以有许多人参与的游戏:交易者和投资者在市场中仔细搜寻,以寻找隐蔽难觅的财富以及有利可图的赢利机会;然后是对风险的追逐,风险管理者识别并估计交易风险,并试图通过此种方法寻找机会获利;最后是对知情的追逐。这种搜寻通常伴随着不可预期的巨大损失,分析师们需要深入剖析以知晓“到底发生了什么”。律师、会计和我就卷入了这样一场与印度尼西亚人的运动当中。问题是在追逐中你永远无法找回曾经损失的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休克疗法

在我从事银行业职业生涯的早期，曾对风险管理有所了解。我的工作是给资产负债管理委员会(Alco)(这是风险管理的最初形式)的秘书罗恩(Ron)做助理。Alco 的职责是确保银行风险得到谨慎的管理，但这是很难做到的，因为 Alco 喜欢赌利率的涨跌以获得收益。在非正式场合中，Alco 被称作“赌博委”(Puntco)，这反映了它的真实活动。

我的角色非常普通。身为刚毕业的学生，我协助罗恩准备利率风险报告，报告中包括利率上升和下降 5%的冲击。如果利率是 10%，我将它们调整至 10.50%和 9.50%，然后计算此种变动对银行收入的影响(术语是“边际净利率”)。在电子报表还没有出现的时候，我使用会计信息和掌上计数器反复计算数值。即使是一个简单的错误，也需要重新计算所有的东西。这一过程要花费数周时间。Alco 大约要到六周之后才知道银行的风险，这太晚了。

有一天，我问罗恩为什么我们采用 5%的冲击水平：他看了我一眼，很惊讶的样子。他沉默了几分钟，然后严肃地说：“我需要考虑一下。”显然，我的问题很难回答。几天之后他来找我，当时我正在处理利率报告的数据。“我考虑了你的问题，”他说道，“如果我们采用更低的数字，比如 2%，那么没人会在乎这样的风险水平。如果我们选用更高的数字，比如说 10%，那么风险就很高。这只会吓到别人，没有必要：5%刚刚好。它给出了每个人都期望看到的风险水平。”很明显，把握正确的冲击水平是很重要的，不可以冲击过度。

风险管理有点类似某种宗教教义，没人愿意当众批评它，但私下里很少有人完全遵照执行。所以，交易者如何处理风险呢？他们借助数字来处理。

神圣的风险！

20 世纪 90 年代早期，巴林银行和宝洁公司的破产引发了对衍生品行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行则采取了具有悠久历史的方式来回应——他们呼吁自我管理

业及其风险的不必要的审查。人们开始讨论建立法律法规的问题，而银行则采取了具有悠久历史的方式来回应——他们呼吁自我管理。确实，他们是唯一有实际能力管理衍生品的人，不是么？

G-30——一个政治游说集团组织了一个特别研究团队。他们出炉了一份报告——《衍生产品：实务与原则》。令人惊讶的是，报告的结论认为衍生产品不需要监管。监管会阻碍创新和市场效率，券商被管理得很好，现有自律已然足够。G-30 提出了若干他们认为管理机构应该采用的风险管理原则。

这些原则充斥着宽广的母爱与美式观点：银行的主管应该承担责任，确保风险得到管理。作者们明显不熟悉企业实务，竟然将“主管”、“责任”和“负责”等词语放在同一个句子里。主管和高级管理者应该有经验并了解风险和衍生品，大多数专家都认为他们至少应该会拼写这两个单词。印度尼西亚人是活生生的例子，它证明了风险管理原则与真实世界结合得如此完美。

报告给出了风险管理的基本框架。中央银行很推崇这种思想，因为在该制度下他们可以有所作为。这些原则很快被银行监管者采用，风险管理这项职业由此产生了。

该制度真正的拉拉队长是那些顾问和技术供应商。他们马上意识到风险管理所代表的致富机会，并成了风险的传道士。他们推崇风险，在现在这个全新的不确定世界里，风险管理是成功的关键所在，你不得不进行风险管理。为了进行风险管理，你需要购买成车的电脑硬件和软件，然后花费上百万聘请顾问来帮你安装那些系统，并且支付更多的钱来使用它们。学者在相关新刊物上发表论文。一切顺理成章地发展下去。

近一段时间，风险管理业盛行开研讨会，这些会议大都由风险顾问和技术企业赞助。在相隔大概十年之后，最近我参加了一次研讨会。会议的议题大概是“风险管理：新的模式”。按照一般的惯例，阅读或者参加题目中包括“模式”一词的资料或者会议都是不明智的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兜着圈子谈风险

演讲者大步流星走上讲台，将自己隐藏在讲台之后，必备的 PPT 幻灯片依次翻过。新视角总是很有用的；就风险管理而言，你需要兜好多圈子。以下就是风险的 DEFCON 等级。

在美军的行话里，DEFCON 是指防御准备（DEFense CONdition）。一旦国家发生紧急事件，可以被划分成一系列共七种不同的警戒状态（LERTCONs）。七种警戒状态被分成五种防御准备和两种紧急状态。战备状态具体划分如下：

DEFCON5　正常的和平时期准备

DEFCON4　正常，增加情报和加强安全措施

DEFCON3　在正常准备的基础上提高武装准备

DEFCON2　进一步提高武装准备，但低于最高准备

DEFCON1　最高武装准备

在古巴导弹危机时期，美国战略空军司令部（核战略轰炸机）历史上第一次将防御准备定为 2 级。

DEFCON 和风险有何联系并不是很明确，不过，我们总在 DEFCON5 和 DEFCON1 之间徘徊。我的风险防御准备等级如下：

DEFCON5　去吃午饭。正午的钟声表示一切都好。

DEFCON4　业务照常。依旧无所事事，不用担心。

DEFCON3　直觉测试告诉你出了问题。你要问少量问题，在设法逃脱干系的同时，小心不要听到某些让你懊悔自己后知后觉的事。

DEFCON2　从各路打电话给你来请你评论的记者那里，你得知你的交易商遭受了不定数额的损失。你感谢他们使你知道究竟发生了什么事。

DEFCON1　银行破产，你被辞退。你开始巡回演讲，和其他诸如尼克·里森这样的风险精英分享你的经历。

评价演讲者的尺度是“快/慢”、“聪明/愚钝”（我的印象中，那个演讲者属于快/聪明的）。风险“野蛮人”出现了；为了与防御的主题相一致，出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了“尸体清点”。为了增加一点更科学的观点，演讲者插入了一些技术术语——“风险制度”、“不确定性的集群化”以及“麻醉式风险管理”。提到了一堆奇怪的名人——马克·吐温(Mark Twain)、约吉·贝拉(Yogi Berra)[1]、巨蟒喜剧团。

演讲者承认他每天的生活就是技术的东西和荒谬的数学并且充斥着各种偏微分方程。他向读者倾诉自己在周末喜欢阅读关于质数的书籍或者小说。巴尔扎克(Balzac)、简·奥斯汀(Jane Austen)和卡尔维诺(Italo Calvino)都被提到。演讲者说他经常曲解小说，从故事中寻找风险结构和机会模式。听众对演讲者广博的学识印象深刻。

我的结论呢？理论家似乎认为风险管理仅仅是常识。人们应该主要按照谚语说的做——“不要把所有鸡蛋都放在同一个篮子里”，“祸兮福之所依”，“最好两面下注”，“祸不单行”。实际上，常识完全不那么具有普遍意义，尤其在风险管理者当中。

或许，对这一问题的最佳解释来自在一家日本银行工作的一位高级风险经理。那是在一次风险研讨会上，这次讨论会可以说是一个关于风险的单人脱口秀俱乐部，至少从这位经理的表现来判断是这样的。显然，西方企业专注于衡量和理解风险，日本银行更愿意“消化风险”。

听众原本满足地享受午饭之后的小睡，却猛然打起精神。在这一时期，日本的银行刚刚由于不良贷款损失了大部分资本金。听众听到了这种全新的风险管理哲学先是觉得很可笑，继而越来越惊慌。最后，每个人都在打手机。日本的银行股票被卖空，日本银行的交易限额被降低。

因此实际上银行如何进行风险管理呢？他们按常规来做。但是风险管理从来都不简单。

风险问题

当时，我正在和一位刚上任的一家投资银行的风险经理会面。她宣称已经确认了公司存在10 000个正风险。抱着怀疑的态度，我指出这意味着平均每名雇员一个风险。我提议道，风险管理应集中精力去解雇一些职员

[1] 编辑注：纽约扬基棒球队著名捕手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以减少风险分布。随即，她很快找到了一位对她的风险理念能够产生共鸣的专家顾问。几年后，我从报纸上看到这家公司招致了 8 位数的交易损失。我好奇这究竟是由那10 000个风险中的哪一个导致的。

实际上，只有四种主要的金融风险。如果你拥有股票，股价大幅下跌你就会亏损，这是市场风险。某人无法偿还你借给他的资金或者不能履行合约(比如衍生品协议)，这是信用风险。你可能无法卖出所拥有的东西或者不能购回做空的东西，你用光了所有的资金不能为自己的头寸融资或者偿还债务，这是流动风险。操作风险是指除市场、信用、流动风险之外其他的导致损失的风险。风险专家花费了数年的时间来更加准确地界定操作风险。

在银行业，会带来明显影响的最大风险是信用风险，流动风险和操作风险可能次之。市场风险是最小的。令人奇怪的是，到目前来看，银行付出了巨大努力来量化和管理市场风险，这可能是由于它适合量化。精确的东西往往是错的。

随着时间的流逝，风险管理者轮流专注于每种风险，但都不是出于风险管理的原因。现今对操作风险的兴趣源于更讽刺的原因——它是难以被界定的真实风险中比较省事的一个。风险管理失败造成的损失可以被转移到其他方面，其定义比较模糊，很难被确定。自私的风险管理者、审计者、咨询师和软件供应商可以利用它作为新的收入来源。风险专家可能生来就觉得他们充分理解并控制了市场、信用和流动风险。

有趣的是，非金融机构要比金融机构拥有更高水平的市场风险暴露。一个国际饮料生产商可能会遭受其经营所在的上百个国家的货币风险，它也可能在这些国家遭受利率风险。它也有价格风险——铝(罐子)、能源价格(塑料瓶)和农产品(咖啡、可可、糖、橙汁)。它也会遭受股票价格的变动——它自身的股票价格以及所持股公司的股票价格。

金融风险内生于工业企业的业务之中，只要这些企业处于经营当中，风险就会存在。相反，金融机构有选择地承担风险；在经历了从卖方转换成买方之后，我对此有了更好的理解。作为银行交易员，只要愿意，我可以将风险降至接近于 0。我可以通过匹配在市场中的交易仓单来进行平仓——对冲所有的头寸。这是有成本的，但我可以挺着胸膛回家。在企业中，你永远无法完全解决风险，你不能挺着胸膛回家。

机构经常使用“经营”风险的说法，这意味着你对此束手无策。为什么？你没法量化它，管理代价太高，你喜欢这样。就像“套利”，你学会提防

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“经营”风险——灾难会随之降临。

1998 年，一家亚洲的投资银行倒闭了。在亚洲金融危机之后，银行业的信用风险变成了经营风险。常规的信用额度审批流程已经被新的文化取代，现在的管理者会亲自去评估风险，不允许半点纰漏。这导致了许多有趣的业务，比如向一家一辆出租车都没有的出租车公司贷款。

风险管理实质上是对风险的量化。当人们不相信会发生的事真的发生了，风险管理师计算出的数字告诉人们到底损失了什么，尽管这些人并不真正想知道。没人认为自己出海时会撞上惊涛骇浪。没人相信当发生万年一遇的洪水时他们正待在洼地上。印度尼西亚人和券商都不曾想过卢比会贬值得如此严重。

风险管理是一场游戏，其形式远远重于实质。这是它与公司治理当中大多数形式共有的特点。

现代风险管理中危害最大的是对精度的错觉。20 世纪 90 年代末 21 世纪初，银行监管部分转向更加数量化的管理。几家大银行至少最初是支持《新巴塞尔协议征询意见稿》的，他们认为这确保了自己的竞争霸权地位。银行监管部门喜欢它。格林斯潘主席在对科技和衍生品情有独钟的情况下，谨慎地支持使用高级金融模型来量化信用风险。

征求意见稿充满了冗长的公式和缩写——PD、LGD、EAD、EL、CRM、RBA、LRB、SL、CRE、SME、CCF、IAA、SF、AMA 等等，没法读懂。在会议宣言中，一家主要投资银行风险管理部门的负责人承认理解意见稿和做出风险估计需要高深的数学知识。大部分银行管理者、主管和监管者不具备必备的知识。所要用到的大部分数据，或者不存在，或者很难校验。支持新标准的银行最后发现成本大得可怕，但是要想停止为时已晚。

布莱克—斯科尔斯—默顿(Black-Scholes-Merton)公式创造者之一费雪·布莱克不喜欢错误的精度。信息不准确时，太多的小数位会起到误导作用。风险管理者和建模者严重忽视了这一点。保留 16 位小数的电子表格在惊涛骇浪中提供了虚假的安慰。风险本身就是一项风险业务。

安慰剂效应

风险管理带有神秘的色彩，比如说“4:15 报告”。这个名称中的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4:15 是指在每天这个时间，J. P. 摩根公司的董事长在纽约会收到关于银行风险的总结报告。这份报告将整个银行的风险归结为一些简单的数字；流传着这样的“神话”——只要你按一个键盘，报告就出来了，但是实际情况可没有这么迷人。这个报告是一些人千辛万苦地从精确性和可靠性易变的系统中提炼出数据并在电子表格中对这些数据进行整理而得来的。相关的数据是正确的吗？是否正确地包含了银行所有的风险头寸？这些数据到底代表什么含义呢？用它们来干什么呢？对这些问题的回答难免模糊不清。就像宗教一样，信仰是关键。报告的阅读者是无法确认这些数据是否正确的。你只有相信它。

对风险管理的神圣崇拜产生了一个新的理论 VAR——“风险价值”(value at risk)。怀疑论者将它说成是“易变的和错误的”(variable And wrong)。还有 DEAR——“每日的风险赢利”(daily earning at risk)。所有这些概念都可以追溯到卡尔·弗里德里希·高斯(Carl Frederich Gauss)，一位 19 世纪非常罕见的德国数学天才。高斯分布是现代金融的核心，尤其是对于风险管理和金融建模。高斯分布通常被人们称为“正态”分布，但是它一点都不“正常”[1]。高斯发现很多自然现象，比如小孩的身高，都是正态分布。

正态分布的关键特征是所有观测值的分布特征可以用两个数据来刻画——期望值(平均值)和方差或标准差(用来度量所有数据相对于平均值的离散程度)。高斯发现正态分布还有另外一个性质：如果所有的观测值是正态分布的，那么任何一个随机观测值有 67%的可能性落在均值加/减一个单位标准差的范围以内，有 95%的可能性落在均值加/减两个单位标准差的范围以内，有 99%的可能性落在均值加/减三个单位标准差的范围以内。

现代金融把目光集中在这两个数据上，尤其是方差。方差和标准差在衡量风险上是等价的。它度量了价格变动的幅度和速度，价格变动越大，风险就越大。价格平均每天波动 1%的股票的风险是波动 2%的股票的风险的一半。

每日价格变动可以通过乘以时间的平方根换算为年波动率；也就是说，每天 1%的波动率换算成年波动率大约是 15.81%(1%×$\sqrt{250}$天)。

〔1〕 编辑注：normal 的一语双关用法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在高度精确的金融行业，每年的工作日数大约是 250 天(52 周×5 天－大约 10 天法定节假日)。这就是均方根规则，一个非常普遍的统计技术，是基于几何布朗运动(GBM)的。

几何布朗运动描述了当每日价格变化服从正态分布时，股票的价格是如何随着时间而随机变化的。平均价格变动与已流逝时间的平方根成正比。几何布朗运动是从一位植物学家罗伯特·布朗(Robert Brown)的成果中得出来的。布朗写了一篇论文，标题是《在 1827 年 6、7、8 月所做的对植物花粉颗粒在显微镜下的变化进行观测而形成的简短报告》。在这篇简短的论文中，布朗记录了在水面的谷物花粉在水分子的冲击下所做的运动轨迹。每个微粒不停地改变运动路径，并且方向的变化服从正态分布。风险管理的基础就是运算"小孩的高度"和"在水中的谷物花粉"的数学方法。

风险通常是指当价格变动时，你可能遭受到的损失。因此，当你持有一个头寸时，你就要知道当价格变动某个固定数额时对你的影响。但是，变动的幅度到底是多少呢？某个特定的变动幅度的发生概率是多少呢？

VAR 解决了我多年以前问瑞(Ray)的愚蠢问题。VAR 的计算考虑了以前价格变动的分布情况。例如，如果你观察一只股票在一年中的表现，那么你会发现在大多数时间里股票价格的变动很小。在一些天里，股票价格变动较大，偶尔变动非常大。如果你因此假定股价波动服从正态分布，那么你就可以计算出某个特定的波动幅度的可能性。这意味着你可以回答这样的问题："在 100 天中，99%的概率下股价变动的最大值是多少？"

VAR 表示在一个固定的时段内，给定概率的情况下，因为市场价格变动导致你遭受的最大损失。例如，一个 10 天、99%、5 000万美元的 VAR 数据的含义是：在 10 天内，银行遭受的损失不超过5 000万美元的概率是 99%。这是风险管理的一个伟大的进步。你可能曾经在想"我的衬衫可能会丢失，但是却不知道会丢失多少或以多大的概率丢失"。

最初，VAR 值被 J. P. 摩根用来帮助他们的客户量化风险。现在，VAR 值以及它的一些改进形式都是风险管理的常用方法，也被银行监管者奉为宝典。将数学方法的精准确定应用到证券市场的不确定性中，其确定性亦属可疑。

高斯的偶像是牛顿。高斯不喜欢"苹果掉下来砸到了牛顿的脑袋，从而导致了伟大的万有引力的产生"这样的故事。高斯认为牛顿编出这样一个故事是为了满足那些愚蠢的、令人讨厌的家伙；这个谎言满足了那些好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇的人们，使这些人更高兴和更受启迪。现代风险管理与此非常相似。VAR 数值被计算出来是为了让那些听众不再有疑问，并且让他们满意。但是，经常被忘记的一件事情就是：当初，高斯发明正态分布是为了检验误差，而不是精确度。

在非信徒中

VAR 方法是有缺陷的，它的理论基础不可靠。观测值要服从正态分布必须满足两个条件——有非常大的数据量（样本规模）和观测值必须是相互独立的，就像掷骰子一样。但在实际中，这两个条件通常都得不到满足。

市场价格不是正态分布的。大的波动发生的情形比理论上要频繁，价格的变动很少是随机的，一个大的波动之后常常是一个更大的波动，并且还是同一个方向的。这就意味着，可能以 1%的概率损失5 000万美元很快就会变成以 5%的概率损失 1 亿美元。这就是“厚尾”(fat tail)事件，技术上是一个尖峰分布。这听起来像是一个可怕的灾难。这就是我们的印度尼西亚面条商曾经遇到的情况。

VAR 还依赖于不同资产之间的价格变动的相关性。如果在纽约市场上的股票价格变动率是 1%，那么在日本市场上的价格变动率可能是 0.6%。这就是协方差或相关系数。VAR 依赖于风险管理人员能够精确地计算出成百上千种金融资产之间的相关性。

VAR 理论假设未来是过去的重复；都是同样的要素，只不过重新组合罢了。交易员们、数量分析师们和风险管理人员将心血倾注在过去上，希望从中发现模型。对于交易员，这就是获利的希望；对于风险管理人员，这可以使他们预知未来风暴和洪水发生的时间和方式。与物理科学相比，金融市场上的模式更不确定，更少服从于不变的规律。

正如哈特利(L. P. Hartley)所说，“过去就是外国，那里做事情的方式与我们不同。”保罗·瓦莱里(Paul Valery)，这位法国诗人用另一种不同的方式说道：“未来像其他任何东西，但就不是它过去的样子。”市场结构在变化，参与者来的来走的走，规则也在不断地变化。过去并不会重复它自己。

风险模型是自我调整的。如果市场变得更具波动性，那么风险就会上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，在实际中就意味着银行必须保持更多的资本金、股东的钱，来覆盖这个风险。监管当局也要求这样。当发生市场恐慌、遍地流血时，银行被迫要拿出更多的钱来应对它们的风险。不可避免地，它们降低了头寸。当市场提供交易机会的时候，银行却被迫退出了。

相反的情形也会发生。在2003/2004年，市场风平浪静。VAR显示波动率降到了历史低水平，比很多市场都要低。这个低的风险值意味着银行可以增加它们的风险，它们现在可以将头寸扩大两倍。考虑到亚洲和俄罗斯金融危机已经结束，技术经济泡沫已经破灭，交易商降低了风险。他们又开始挖掘更多的客户了。现在，每个人都被“保释”了。“随着市场和投资者情绪的上涨”，公司可以“提高交易额”并且“运用风险资产”。

经验丰富的交易员却认为风险要大得多：他们认为这种低的波动率只是幻觉，实际上只有很少的交易机会，他们对“下注银行”感到“不安”。这些话被认为是“娘们”的抱怨。但是，这些交易员是从很多灾难中生存下来的，他们敏锐地感觉到这只是风暴前的平静，而这样的风暴将带来预想不到的打击。他们知道“厚尾”最终将毁掉你。

风险模型也支配着交易行为。由于监管者的要求，所有的交易商都使用类似的模型。交易员们采用旅鼠的方式行动，同时承担风险或同时从头寸中退出来。交易员们非常热衷于分散化投资，这些投资能够带来高收益同时与其他市场的相关系数或协方差也很低。他们一起涌入同样的市场。讽刺的是，风险模型实际上使市场变得更具风险了。

置信度水平也有问题。一般，度量的风险发生的概率是在99%，也就是说仍有1%的可能性度量的风险是错误的。这是“一百天中有一天”会发生的事件。实际上，如果你的模型是精确的，那么每100天就会有一天你的损失超过了度量的风险值。

一名风险经理被迫面对董事会，并被要求解释“为什么VAR仅仅是7 500万美元，但是银行却在一天之内损失超过2.5亿美元”。“一定是模型错了”，其中一名董事抱怨道。“不，肯定不是！”风险经理回应道，“我们的模型是运行在99%的置信度水平之下的。我们在一天之内亏损那么多反而证明了我们的模型是完美的。理论上，每100天就可能发生一次超过风险值的损失。现实中，我们交易的损失只是在好几年中才发生一次超过度量的风险值的情况。这说明我们的模型太管用了。”董事们完全被弄糊涂了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险崇拜

每一种宗教都会有不同的意见者和各种分支流派。非信徒已经给出了 VAR 模型的替代品。“压力测试”分析极端价格变动的影响，它检验银行承受“可能但是很罕见的情况发生所产生的影响”的能力，抵抗惊涛骇浪或圣经洪水——万年一遇的事件——的能力。

它也被用来检验如果历史重演会发生什么。表 5.1 给出了更多我记得的著名事件。

表 5.1　　1987～2005 年之间的危机事件

年　份	事　件	细　节
1987 年	股票市场崩盘	道—琼斯股价指数在一个星期内下跌了 31%，同期其他主要股票市场也出现了同样的大跌
1990 年	垃圾债券危机	美国著名的投资银行德崇证券公司(Drexel Burnham Lambert)倒闭了，垃圾债券市场崩溃了，美国存贷款机构倒闭了
1991 年	第一次海湾战争	油价剧烈波动
1994 年	美国利率事件	美国利率急剧上涨，导致很多持有高杠杆性衍生品头寸的投资者出现了巨额亏损
1994 年	墨西哥危机	墨西哥市场崩溃了，引发了一场严重的新兴市场流动性危机
1997 年	亚洲金融危机	亚洲股票和货币市场崩溃了。这些事件导致大量的公司倒闭，资产贬值导致金融机构出现了重大的坏账危机
1998 年	俄罗斯违约事件	俄罗斯对它的债务违约了，引发了新兴市场的暴跌
1998 年	长期资本管理公司破产	长期资本管理公司破产了，不得不由美联储出面支持一批银行来对其重组。市场和交易的流动性急剧恶化，信用差价快速上涨
1999 年	黄金市场	在主要国家的中央银行决定减少计划的黄金销售额和黄金贷出量之后，黄金市场经历了非对称性的波动——黄金价格急剧上涨。这导致持有大量黄金远期卖出合约的黄金套期保值者出现了巨额亏损
2000 年	科技、传媒和通信(TMT)股票事件	科技、传媒和通信股票市场出现了罕见的波动。由于投资者卖出高科技股票，纳斯达克指数在很短的时期内下跌了将近 50%
2001 年	阿根廷事件	阿根廷对它的债务违约了，引爆了新兴市场危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年　份	事　件	细　节
2001 年	9·11 事件	对世贸大厦的袭击导致了交易的中断，并且引发了从金融市场的逃离
2001～2002 年	美国公司债危机	安然公司、世通（WorldCom）公司和其他美国国内市场上大的股票发行人的破产，导致了对会计做假的忧虑
2003～2004 年	第二次海湾战争	美国领导的联合部队袭击了伊拉克，石油价格创出新高
2005 年	公司信用	在信用风险价差出现前所未有的下降之后，通用汽车和福特汽车公司的信用降低到了“垃圾”级别，由此引发了信用市场价格的下跌，导致对冲基金遭受了大额亏损

稀奇的是这些都是所谓的万年一遇的事件，但是看起来每年都在发生。

一个新近的崇拜物是极值理论（extreme value theory，EVT），它是基于物理科学的，有点像水文学。工程师们努力确保大坝或建筑物能够承受罕见但是并非不可能的自然灾害——洪水和地震。风险经理看起来完全是在处理同样的事情——万年一遇的洪水。

压力测试和极值理论通常用来表示你将拥有整个世界或者你将破产，这都取决于你的处理方式。没有人把它当一回事，他们都认为极端事件不会发生在他们身上。最终，风险管理仅仅能够处理“已知的未知”。不幸的是，真正重要的是“未知的未知”。

在 1997 年到 1998 年之间，惊涛骇浪袭来——亚洲市场崩溃了，俄罗斯违约了，长期资本管理公司被接管了。风险价值模型被证明严重低估了风险，历史波动率水平被证明太低了：在很大程度上，这是人为的。亚洲很多国家的货币之前都是盯住美元的，利率是被严格管制的。看起来不相关的市场之间的相关系数接近 1。这些市场现在同步运动，而不是它们本应该的方式。所有的市场同时下跌，但是它们不应该这样，这违反了分散化的主要意义。

即便你没有被下跌的市场价格冲垮，你也在仓皇逃离的狂潮中遭到踩踏。

当风险上涨时，交易商们不得不寻找更多的资金或被迫卖出证券。面对扩大的损失，他们同时从一个房间的同一个门里逃出来。即便你没有被下跌的市场价格冲垮，你也在仓皇逃离的狂潮中遭到踩踏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998 年，当时在瑞士信贷第一波士顿的艾伦·威特在一次会议中做了餐后演讲。他承认他“过去对风险价值模型太放心了”。瑞士信贷第一波士顿在亚洲、俄罗斯、长期资本管理公司和几乎其他每个地方都出现了交易亏损。瑞士信贷第一波士顿总计亏损了大约 13 亿美元。看起来，威特对 VAR 模型失去了信任。这个会议是在蒙特卡罗(Monte Carlo)召开的。在那一年里，很多人对 VAR 模型和风险模型这些礼拜仪式的信仰遭到了检验。

彼得·伯恩斯坦(Peter Bernstein)，一位资深的金融市场评论员，在他的书《与天为敌》中，认为人类对风险的管理是人类自己定义的成就。最终，确定性的诱惑使人误入歧途。纳西姆·塔勒布，一位谨慎的并且身经百战的交易员，给出了不同的看法：他认为你绝不应该进入那些你不了解的市场去冒险，你将来会遭受的损失几乎不可能与你过去经历过的相似，市场的变化常常伤害大多数人并且造成尽可能大的损失。

如果你试图与恶毒且反复无常的市场进行竞争，那你就应该做好承受一切后果的准备。然而，在当时，风险经理们似乎并不理解这一点；但另一方面，如果你理解了这一点的话，你就成不了一个风险经理。

从长远来看

凯恩斯曾经说过：“从长远来看，我们都死了。”长期资本管理公司表明这个命题在短期也成立。实际上，它表明在短得惊人的时间里我们也有可能自取灭亡。长期资本公司是一个关于很多不同分支——数量金融、风险建模以及衍生品交易聚合在一起的故事。很自然地，也涉及金融市场上的“主要内容”——恐惧与贪婪。

长期资本管理公司是一家总部在美国康涅狄格州(Connecticut)格林威治镇(Greenwich)的对冲基金公司。这家基金公司创建于 1994 年，是由约翰·梅里韦瑟(John Meriwether)领导一群前所罗门兄弟公司的交易员们创立的。主要的人员(除了梅里韦瑟之外)还包括埃里克·罗森菲尔德(Eric Rosenfeld)、劳伦斯·希里布兰德(Lawrence Hilibrand)、威廉·克拉斯克尔(William Krasker)、维克托·哈汉尼(Victor Haghani)、格雷·霍金斯(Greg Hawkins)和戴维·摩德斯特(David Modest)。长期资本管理公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的负责人还包括了诺贝尔奖获得者罗伯特·默顿和迈伦·斯科尔斯，以及前监管者们，包括美联储前副主席戴维·穆林斯(David Mullins)。

其中的核心成员曾经在所罗门兄弟公司的固定收益套利部门一起工作过。这些人可不是传统上的那些不合格的交易员：他们大多数人具有非常高的素质，持有经济学、金融学、数学、科学或相关学科的博士学位。这些人的"粘合剂"是高深莫测的梅里韦瑟，是他聘请了他们中的大多数关键人员。作为芝加哥大学的一名毕业生，梅里韦瑟是最早拥护数理金融的人之一，他很早就发现了数量金融对获取交易财富的潜在价值。

因为对雇员毫无疑问的支持，他赢得了雇员们的高度忠诚。有一个关于梅里韦瑟和他的员工的故事。一位交易员就他正在考虑的一笔交易向梅里韦瑟询问意见。"当我雇用你的时候，我的交易就已经完成了"，据说梅里韦瑟这样回答道。事实是他向雇员支付了超乎寻常的高工资，即使用金融市场上奢侈的标准来衡量都是过分高的。

这个固定收益套利小组的神话产生于一起著名的事件。在 1987 年股票市场崩溃之后，所罗门公司的交易员们聚集在一起讨论策略。现实世界中的灾难通常会导致波动——交易员们将这视为交易机会。灾难并没有导致对人类悲剧深思熟虑的关注，反而导致对哪只股票将会涨/跌以及货币和利率市场反应可能会怎样的思考。在这类事件发生时，交易员们之间也通常会有大的赌博。在 2004 年亚洲海啸之后，一家银行的交易员们还就这场灾难的最终死亡人数打赌。

1987 年，在所罗门公司内部有着不同的意见。传统派人士约翰·根弗兰德(John Gutfreund，所罗门公司的头)和克雷格·寇茨(Craig Coats，政府债券交易部门的头)认为利率会下跌，这是过去通常会发生的情形。他们买了一卡车的 30 年期债券，希望从利率下跌导致债券价格上涨中获利。

梅里韦瑟的人员——那个套利小组——并不这么认为。他们注意到市场的瓦解导致了更低风险的交易机会。30 年期债券由 60 期利息(半年付息一次)和最终的支付(本金)组成。他们可以以比 30 年期债券本身更低的价格分别购买这些息票和本金。他们非常精确地这样做了：分别买入各组成部分，同时卖空 30 年期债券，从而锁定利润。

这个套利小组的交易赚到了钱。根弗兰德的交易——很快获得了"大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

白鲸”[1]的绰号——损失了同样多的钱。寇茨，公司里面梅里韦瑟的竞争对手，非常愤怒。这场交易本身就代表着一条边界。购买债券代表了一种旧的方式——传统交易。套利小组基于数量分析和深入研究而进行的交易代表了新的交易方式。

当时，套利小组的利润占了所罗门公司利润的很大一部分，梅里韦瑟在公司里的权利和威望也达到了顶峰。尽管受到了其他雇员们的深深嫉恨，梅里韦瑟和他的团队仍然收到了一份丰厚的奖金。这种分红方案本来应该是保密的，但是在交易室和金融市场上，任何事情都不可能被长久地保密。

最终，债券部门希望击败梅里韦瑟的努力引发了一起丑闻。所罗门公司被指控破坏了市场规则，操纵美国政府债券的竞价。继寇茨之后掌管政府债券交易部门的保罗·莫泽(Paul Mozer)和梅里韦瑟一起被迫离开了所罗门公司。这就是 MAD(mutually assured destruction，确保互相毁灭)。

工作方法

在离开了所罗门公司之后，梅里韦瑟组建了长期资本管理公司。他将他的团队重新集合起来；这一次他们处于完全自主地位；他们的利润再也不用去“资助”全面服务型投资银行那些臃肿的和不赚钱的部门。

默顿、斯科尔斯和穆林斯的加入就让人迷惑了。默顿和斯科尔斯是那种全心投入研究的学院派人士；即使出来当顾问，他们对交易实战也知之甚少。穆林斯是一位前中央银行的银行家。但是，他们都非常有名。

在长期资本管理公司破产之后，默顿又加入了一家由一些前银行家发起的公司。这家公司企图从前途未卜的新产品中“火中取栗”。我知道的一家银行正打算投资于这家冒险企业，这家银行的总裁来见默顿。他非常兴奋，就好像是见到了帕丽斯·希尔顿，一直握着默顿的手说个不停。他说他一直期待着这次会面。但事实上，见面时间被缩短了——默顿不得不

〔1〕 编辑注：取自美国 19 世纪浪漫主义小说家赫尔曼·麦尔维尔的名著《大白鲸》，该书描述了亚哈船长指挥下的捕鲸船远航追杀白鲸，最后与之同归于尽的海洋历险故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与一位亚洲中央银行的行长通电话。这位总裁说他非常敬佩默顿对全球市场的“把脉”。

默顿和斯科尔斯为长期资本管理公司增添了无限的信任，他们的加入使得长期资本管理公司更容易说服投资者掏出钱来。穆林斯的加入给人庄严正规的印象，并且与全球的中央银行有沟通渠道。

这家对冲基金从银行、机构投资者和一些私人投资者那里获得了 40 亿美元的资本金。公司的主要成员也非常自信，向长期资本管理公司投入了大笔的资金。甚至有一些人将他们的全部财产都投入了这家基金。

长期资本管理公司的股东中也包括一些战略合伙人。24 家合伙人每人投资了至少 1 亿美金，作为使用长期资本管理公司的技术、模型、分析报告和投资战略的报答。实际上，每位套利小组的成员都明白公司的获利方法就像是一个黑洞——只进不出。据谣传，战略合伙人中还包括一些中央银行和国家。竞争者们抱怨长期资本管理公司享有一些特殊的市场信息，并且还可以利用一些特殊的金融工具。

投资者们支付了 2%的资产管理费用，以及获得收益时 25%的收益激励。

秘密的交易业务

长期资本管理公司对怎么进行投资的说辞是含糊的。时髦的说法是“相对价值”和“收敛”交易。他们强调对市场的研究和成熟分析，并谈及“专有的”模型技术。如果有人说长期资本管理公司是“对冲基金”的话，公司的负责人们就会义愤填膺。

据暗示，他们靠的是辨识“证券之间小的价格分歧”和“利用价值差异”。由于存在“长期均衡价值”，因而利用“短期市场扰动”造成的对均衡价值的偏离进行交易。长期资本管理公司准备买入“便宜的”或“低估的”证券，再卖空具有相似特征的“昂贵的”证券。当价格差异被纠正时，就获得了利润。这只不过是古老的“先买低后卖高”和“先卖高后买低”的策略。还有一些同样古老的事情——税收套利和标准套息交易。

长期资本管理公司使用了高达 25 倍的杠杆。单纯的策略只能赚到很小的利润；要想扩大赢利，那么运用杠杆效用就是必需的了。它向潜在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者们保证风险会很低，因为基金不承担定向风险和不持有单笔头寸。低的风险使基金可以使用高的杠杆效用。

长期资本管理公司没有说明“当市场没有收敛或更加偏离均衡状态时，会发生什么”。那时，这家基金就不得不持有头寸直至到期获得定价异常。这家基金公司持有大量的头寸，其中的理由就是“当临时性的市场扰动带来交易机会的时候，相对价值交易就要充分利用这个机会”。长期资本管理公司为市场提供了流动性。

对于长期资本管理公司的交易策略，迈伦·斯科尔斯向他在芝加哥大学的年迈导师默顿·米勒解释道：“把我们(长期资本管理公司)看作是一个巨大的吸尘器，从全世界范围内吸收镍币。”

把我们(长期资本管理公司)看作是一个巨大的吸尘器，从全世界范围内吸收镍币。

延续好时光

长期资本管理公司最初的表现是惊人的：在 1995 年和 1996 年的顶峰，他们的收益率超过了 40%。鉴于风险很低，这样的业绩是非常优异的。长期资本公司的投资理念得到了成功。

在这段时间里，长期资本管理公司完全套用了在所罗门公司时表现完美的交易策略。事后来看，这种高收益和低风险只是各种因素幸运的组合。然而，长期资本公司认为他们生逢其时，他们能够利用欧洲单一货币——欧元——的诞生所带来的千载难逢的投资机会以及税收套利机会。

1997 年，收益率跌到了大约 17%。而同期，美国股票市场的回报是 33%。1997 年的表现让人失望。长期资本公司指出它们的收益与它们的风险仍然是匹配的。竞争者也不断增多——新的对冲基金纷纷模仿长期资本管理公司，并且银行也设立了它们自己的对冲基金部门来进行类似的交易。

长期资本管理公司提高了杠杆比例。在此之前，他们使用的都是适度的杠杆比率——大约 8 倍到 25 倍。长期资本管理公司用它总共 70 亿美元的资本金为投资者带来了 27 亿美元的收益。这种高收益使人们惊呆了，每个人都希望长期资本管理公司继续它们的辉煌。新的投资者纷纷涌入。长期资本管理公司仍然是个“热门”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理公司也扩大了它的交易领域，进入信用价差交易、波动率交易以及证券风险套利。这已经可以称为“风格漂移”了。不可避免地，你卷入到了所有风暴的漩涡之中。

惊涛骇浪

1998 年，乌云密布。到 9 月份，长期资本管理公司已经损失了 92%的资金。它的杠杆比例超过了 100 倍。梅里韦瑟像往常一样镇定地说：“我们遇到了严重的问题，但一切仍然正常。”

1998 年的危机根源于前一年的亚洲金融危机。亚洲货币和证券市场的崩溃对全球市场造成了深远的影响。大额的交易损失导致了很多交易者退出了市场，交易者们非常不安，普遍回避风险。这是一场大逃离。

长期资本管理公司将波动率水平和信用价差的扩大当成是交易机会。他们下了大量的赌注来赌信用价差（公司债券与政府债券的价差）和股票波动率会下降。公司的负责人认为目前市场只是受暂时缺乏流动性影响。长期资本管理公司现在成了“流动性和波动率的中央银行”。

危机进一步深化。在 1998 年的 5 月和 6 月，长期资本管理公司在抵押回购证券上出现了巨额亏损。到 8 月份，俄罗斯政府对债务违约了，这又使长期资本管理公司在俄罗斯证券上出现了亏损。信用价差在扩大，引发了长期资本管理公司在信用价差头寸上的大额损失。投资公司和交易者的抛售进一步推低了价格，使信用价差上涨。证券市场变得更具波动性了。长期资本公司在 8 月 21 日一天之内就亏损了 5.5 亿美元。这个损失主要是因为它持有的信用价差和证券波动性头寸造成的。

1998 年 9 月 2 日，约翰·梅里韦瑟向投资者发了一封信，披露公司已经损失了 52%的价值。“就像大家所看到的那样，俄罗斯的违约导致了我们巨额的损失，并且增加了全球市场的波动率……公司很多投资策略都是为市场提供流动性。因此，我们的损失与流动性缺口的急剧上涨密切相关，并且杠杆比率的运用使我们的损失成倍地增加。”这封信企图说服投资者投入新的资金，“……在谨慎地提高公司资本金之后，基金将使你可以投资于一些特殊的项目”。这次没有了追随者。

到 1998 年 9 月 18 日，据谣传，贝尔·斯登(Bear Stearns)（长期资本管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在交易所和(OTC抵押市场上的首席经纪人及主要的清算代表)已经冻结了长期资本管理公司的账户,并且对其发出了追加保证金的通知。1998年9月23日,美国国际集团(AIG)、高盛公司和沃伦·巴菲特向其注入了40亿美元。这笔注入也无济于事。长期资本管理公司面临的是一起会影响整个金融市场的严重的违约事件,它所持有的大量头寸都需要被清算。没有其他的选择了,纽约联邦储备委员会推动了对长期资本管理公司的资产重组:14家银行出资36亿美元收购了长期资本管理公司90%的股份。

天气预报

长期资本管理公司有着成熟的风险管理系统,可以量化基金的风险。他们拥有风险价值方法。那么,天气预报到底出了什么问题呢?

1998年初,在99%的置信度水平下,长期资本管理公司的风险价值是4 500万美元,这意味着他们的损失额只有百分之一的可能性会超过4 500万美元。在遭受了5月和6月的损失之后,长期资本管理公司的风险值是3 500万美元。但是在8月份,相比3 500万美元的估计值,它每天的盈亏高达1.35亿美元。到了9月份,长期资本管理公司每天盈亏的波动在1亿~2亿美元。

长期资本管理公司遭遇了一系列的风险:市场风险、流动风险和憎恨。基金的风险管理模型低估了波动率,并且使用了错误的相关系数。长期资本管理公司的模型假定它可以迅速地降低投资组合头寸,然而并非所有的头寸都是有流动性的。出现损失后需要先卖掉流动性更高的头寸,留下的是那些更加无法流动的头寸。

长期资本管理公司的头寸非常大,可以形象地把它称为市场上流动性的供应者。由于它寻求平仓,反而使损失迅速扩大。市场上的人对长期资本管理公司的头寸心知肚明。当长期资本管理公司在所罗门兄弟公司进行交易时,特别交易的交易目的在市场上是不明显的,因为这样的交易头寸可能是为客户交易的,也可能是自己的。一旦类似的交易由一家基金公司进行时,那就是自营交易。长期资本管理公司希望隐藏这些交易,它将交易分解并且与不同的对手方交易,但是头寸的规模和性质使得长期资本管理公司很难不被其他交易者知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多交易商都建立了自己的对冲基金，这些基金与专为对冲基金服务的销售部门密切合作。其中有一些专门研究长期资本管理公司：他们研究出长期资本管理公司的交易策略，然后在他们自己的账户中进行同样的交易。如果他们的风险额度用完了，他们就将同样的交易策略卖给其他银行或模仿长期资本管理公司建立的对冲基金。当 1998 年年中的风暴袭来时，每个人都处于与长期资本管理公司同样的头寸地位。这意味着所有的交易者发现他们进行了同样的交易，并且他们必须同时从这些头寸中逃离。看起来，唯一一个忽视了这一点的人就是长期资本管理公司自己。

1998 年 7 月，所罗门公司关掉了他们的固定收益套利部门。在梅里韦瑟的人员离开之后，柯斯塔斯·卡帕廉尼斯(Costas Kaplanis)创建了一个成功的部门。巨额损失导致桑迪·韦尔(Sandy Weill)——这位花旗集团的前任老板和所罗门公司的现任老板——将这个部门关掉了。所罗门公司对头寸的平仓吸收了已显紧缺的流动性。

随着风暴的深化，交易者和投资银行家们紧急减少了头寸，这使得长期资本管理公司的损失更加严重，并且头寸的流动性更加不足。到 1998 年的七八月份，关于长期资本管理公司面临问题的谣言引发了更多的抛售。大量的未平仓头寸迫使其他的交易者更加激进地对那些长期资本管理公司也必须清算的头寸进行平仓。侵略性的交易公司纷纷利用这种情况去逼迫长期资本管理公司违约，从而能够以非常低的价格买入其手中的头寸。

在这种情形下，头寸的价值受到了重创，可行的价格也受到了严重的流动性不足的影响。这里的价格不是一般的低，导致了更大的市值损失。

长期资本管理公司要求投资者的投资至少要满三年，这就意味着它们不必担心投资者的赎回。但是，它们面临另外不同的问题——基金是通过借贷来获得杠杆效用的，并且使用了衍生品。这就要求长期资本管理公司须用现金来补足任何损失——追加保证金通知。

长期资本管理公司有着巨额的借款，并且涉入衍生品交易很深。交易商们将它们当作是“特例”。长期资本管理公司大额的交易量是交易商们重要的利润来源，长期资本管理公司的交易对市场价格有很大的影响。这些交易商喜欢将长期资本管理公司的交易理解为是可以复制的。但是当亏损逐步增加，花衣魔笛手必须得拿到报酬了。银行开始嚎叫。最终，长期资本管理公司用完了所有的现金。

这些聪明的家伙完全错了，他们错误地理解了天气预报。在长期资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理公司，主要的负责人都是用希腊字母(δ、γ、θ、ρ、κ 等)度量风险方面的专家。但是，他们可能忘记了一个希腊单词——“狂妄自大”，它的意思是说过度自信或傲慢无礼。

尾 声

参与重组长期资本管理公司的银行在一年的时间里逐渐清算了所有的头寸，并且提前偿还了欠款。后来，约翰·梅里韦瑟创建了一家新的对冲基金(JWM 联合公司)，不过没有多少之前的人跟随他进行他那新的冒险事业。斯科尔斯和长期资本管理公司中的一些人设立了一家独立的对冲基金。

破产之后，长期资本管理公司的高管们纷纷抱怨交易商们见利忘义，利用各种条件瓜分长期资本管理公司——这简直就是酸葡萄心理。在金融市场上，任何陷入灾难中的人都是等待被煎食的“德国小香肠”。有机会的话，长期资本管理公司照样会做同样的事。

默顿和斯科尔斯到处巡回演讲。长期资本管理公司的交易是可以理解的，他们是有道理的——在长期，“均衡”会获胜。“人们是否真的明白一个波动率是 35%的股票市场意味着什么?”“信用价差超过了我们在历史上遇到的任何一次损失的水平!”模型是正确的，现实是错的。斯科尔斯甚至开发出了一个新的金融产品——流动性期权。他们可以用这个产品来对冲掉导致长期资本管理公司陷入崩溃的流动性风险。

长期资本管理公司使用数量金融和风险模型的经历并没有让其他人对此沮丧；长期资本管理公司的模型是有缺陷的，不够先进，他们可以建立更好、更高级的模型。约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)说过“市场非理性持续的时间比你能够忍受的时间要长得多”。

均值风险

风险管理在不断变化，现在的焦点是操作风险或全面风险管理(ERM)，ERM 包括各种个人风险、操作风险、系统风险以及法律风险。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些风险本身就是模糊的。要用数字来精确地度量一笔欺诈交易事件的风险是很困难的。

“瑞士乳酪理论”似乎在工业领域广泛使用。为了针对之前的防控失败进行层层保护发展出了“深度防御”。这就意味着只有当所有的控制措施都失败时——瑞士奶酪上的洞排成一条直线——才会发生损失。一笔欺诈性交易只有当“所有的裁判都被骗了，测谎仪不能测出可能的说谎者，DNA 不能检验出坏的基因，操作人员和交易员都在睡大觉，监管人员感恩于你给他儿子的骨髓移植而装作没看见，审计人员是有阅读障碍的人”时才会发生。实际上，这就是看起来发生的那些事情。金融奶酪比瑞士奶酪有更多的洞，更进一步，它们神秘地移动位置并排成一条直线。

一家公司的一位销售人员向我推销一款操作风险数据库。他说他的数据库和“专有的”启发式工具能够非常轻易地发现无赖交易员，发现的概率可以精确到小数点后两位。我一定看起来充满了怀疑，他拿出了他的“绝杀”武器——“所有的银行都在使用我的这套系统”。

全面风险管理集中研究整体风险，提供了全盘的视角。信用和市场风险同时发生的概率是多少呢？这是一个复合误差，更加不精确。但这并没有阻挡人们对 ERM 的积极提倡。

大约在 1999 年，我遇到了一位 ERM 的拥护者，达德利(Dudley)，一家投资银行的风险管理部门主管。他想与我见面，但是我完全不知道为了什么。很快，我就明白他是来推销 ERM 理念的；它是“新的”香饽饽，它是革命性的。达德利处在最前沿，他向我演示了他试图建模的问题。

“让我们假设我们的头号交易员有一个非常复杂的交易策略，并且只有他一个人懂得这个策略。”我点点头。我不认为有什么交易策略会那么复杂，只要有交易员使用了它。但是也有可能没有人知道它，这个交易员可能没有告诉其他人。“让我们假设这个交易员骑自行车去上班。”我可不认为这有可能，交易员们通常更加喜欢保时捷。为了不要延长这个会谈，我没有表示异议。

“在一天去上班的路上，他被汽车撞了，他的移动电话也摔坏了，他不省人事。假如同时市场价格因为突然的消息而发生变动。这个消息对这位交易员的头寸非常重要，但是他不知道，又没有人知道该怎么做。”我点点头。“这还不是全部。假设同时另外有一家银行发生了欺诈行为。”我同意地点了点头：这完全有可能。“这家银行面临破产。这导致了一场金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机。这当然会影响这位交易员的头寸。他当然对此一无所知。他不省人事了嘛。”我真希望他能够尽快谈到要点。

“同时，假设发电厂也出了事故。出现了电力中断。银行的备用发电机也无法启动。机械师忘记了检查燃油箱。银行的电脑系统因此停机了。这个交易员无法对他的头寸报价或对风险建模。”我提醒达德利这个交易员不省人事了，甚至可能已经死了。“完全正确”，他笑着回答道。继续。

最后，在一系列的悲剧被罗列出来之后，达德利终于要结尾了。“我在建模以便找出这样的事情发生的概率。”对于我来说，寻找“全盘”风险感觉有点遥远。风险管理看起来完全转变成了纯粹的娱乐。达德利是那种过一条平均深度只有 12 英寸的河都会淹死的风险管理师的典型。

我非常想知道，是否印度尼西亚人实施了这样的全面风险管理系统。这可能没什么关系。我记得毕竟他们“无风险”。

极端运动

在这个世界上，存在着数字恐惧症、金钱恐惧症、财富恐惧症和恐惧恐惧症。风险管理是所有这些恐惧的总和。

风险管理现在受到了越来越多的重视。除了 CEO(首席执行官或总裁)、COO(首席运营官)、CFO(首席财务官)和 CIO(首席信息官)之外，现在公司里有了 CRO(首席风险官)，这最初是由一家在衍生品交易业绩卓著的英国银行提出的，在这家银行里，一般认为风险管理师是随身带着电子表格和棒球棒的一个大人物。

奇怪的是，对风险管理的重视与产生的结果好像不符。银行定期记录一些重大损失，风险系统正是设计来规避这些损失的。然而，这种防御是不透明的。你不知道风险管理为你避免了哪些损失，这是未知的未知。

2004 年，澳大利亚国家银行，大洋洲银行中的一家巨头，在外汇期权交易上遭受了大约 3.6 亿美元的损失。一项“独立的”调查揭露了很多问题。这家银行的董事会认为风险是一个“关键的”问题，但是却没有太多在乎它；监事会看起来更愿意走走过场，而不愿意挑起矛盾；风险管理委员会看起来很少开会，他们也没有监督是否超过了风险价值的风险额度。当丑闻发生时，会议室里炸开了锅，大家争论着谁该离开、谁可以留下。风险管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的主管已经被解职了。

20 世纪 90 年代末期，一位猎头公司的人找到我，向我推荐一个风险管理的岗位。这位猎头人士一直认为我是那个岗位的合适人选，未来的雇主考虑了我那怀疑式的幽默，认为还没有到不可救药的地步。我并不打算接受这个职位，但是有种自命不凡的感觉，因而与之“调情”。我们开始讨论外在报酬的问题。

我提出了一个简单的要求：我的年薪应该等于一个“价值基于董事长、董事和管理层的股票权利”的看跌期权。这个看跌期权的执行价格就是现在的股票价格。这里面的逻辑非常简单。如果出现了亏损，那么股票价格就会下降。我的工作职责就是保护股东的财富，至少一部分股东的财富。我的薪水应该等于这家银行主要决策人员持有的股票价格的损失。这个期权的价值将使我成为这家银行里面工资最高的雇员。

雇主和那位猎头笑了。但我是严肃的。作为风险管理主管，我随时都可能成为替罪羊。当任何事情变坏时，我将不得不进行仪式性自杀以保护我的“主人”。我非常愿意进行这样的献祭，所谓有钱能使鬼推磨。

风险管理是真实的。它有着明确的目的。银行为了赚钱必须承担风险。慢慢地，由于经纪业务不赚钱，银行不得不承担越来越大的风险。就像希罗多德所说“好事很有可能会变成坏事”。令人不舒服的事实就是，银行是通过掷骰子来决定是否付电费，并且把一些问题留给了股东们。风险管理是一片无花果树叶，躲藏在它后面的是承担的风险；风险管理人员就是保护董事长、董事和管理人员的替罪羊。风险管理是为董事和高层管理人员买的保险。

数量金融为悲惨的风险管理世界提供了可信性和虚假的精确度。

数理金融为悲惨的风险管理世界提供了可信性和虚假的精确度。甚至，衍生品交易员、数量分析师和风险管理师的拟古主义都是错的。实际上，κ——交易员们使用的“希腊语”之一(代表风险度量)——甚至都不是希腊字母。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　超级模型

——衍生品演算法

金融模型是真实世界的理想化代表。

时装模特(fashion models)和金融模型(financial models)非常相似。它们和日常世界有着相似的联系。和超级模特一样,金融模型是真实世界的理想化代表。它们不是真实世界,它们也并不像真实世界那样运作。时装界和金融界都有他们自己的明星。但最终,不可避免地,也都有令人失望的家伙。

在纽约的一家模特们经常光顾的酒吧,流传着这样一个不足凭信的故事。这是发生在一位供职于某家投资银行的20来岁的数量分析师身上的"无情"的玩笑。交易员们怀疑这个长相不佳的年轻人从未约会过。他们带他来到这家酒吧,告诉他这里经常会出现和他同类型的女人——模型设计师。年轻人半信半疑,感觉人们可能是在戏弄他。但是为了不再遭受这种一直以来所遭遇的恶作剧,他不顾一切地选择留下来和这些交易员待在一起。

他们在酒吧找好位子,酒精使他们达到了某种适度的兴奋状态。这时,其中一位交易员用肘轻轻地撞了一下那个数量分析师,"你看那边的那个女孩。"小伙子透过眼镜将目光聚焦到对面桌子的那个身材高挑的女人身上。这位交易员接着说,"她在向你抛媚眼呢。""过去啊,"交易员下命令道,"和她好好聊聊。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量分析师感觉到了危险，这并不明智。这时，其他的交易员们也参与了进来，催促他快点行动。别无选择下，他只好拉开椅子，向那个女人走去。交易员们开始对这场相遇的结局进行打赌：赌注倾向于数量分析师被扇了一个大耳光，然后被大声喝道“滚！”

数量分析师走到了那个女人的桌前。他问道，“我可以和你聊聊吗？”女人仔细审视了这个不请自来的爱慕者。他看来并不是那种不正经的花花公子。于是，她点了点头。

数量分析师坐了下来，想着如何开始开场白。他突然想到他们都是模型设计师。他脱口而出：“我最近正在做一个新模型，是对商品期权的布莱克—斯科尔斯模型进行改进，使其包含有均值反转。”女人奇怪地看着他。“你知道吗，”她慢条斯理地说到，“我拿博士学位时研究的就是跟这相似的题目。但我后来发现，穿着内衣踱着扭来扭去的猫步赚钱更多。”她对着年轻人笑了。“你是哪里人？”数量分析师开心地笑着问道。模型/模特有时就是充满惊奇。

衍生品的世界和模型/模特的世界经常会有“碰撞”。本章讲的就是关于衍生品和它们的数学模型之间纠缠不清的历史故事，以及它们成功和失败的故事。

避难所之外

在20世纪50年代到60年代之间，决策论出现了。北美各个大学的研究人员们开始将科学方法运用于商业和金融的决策；目标就是用模型预测结果，进而改进决策。最后，对是否开发一种新产品或者是否进行某项投资这样的事情，作出理性的决策就变成了可能。但是，这种新理论的应用却受到了当时计算机性能的束缚；早期的计算机非常的粗糙和笨重，它们使用穿孔卡片来运行程序。尽管有这样的限制，理性的科学的决策方法所拥有的巨大潜能还是迅速得到了人们的认可。

这种新理论的最早实践者是美国政府。当时的国防部长罗伯特·麦克纳马拉(Robert McNamara)所领导的“世界上最好和最聪明的人”将决策论运用到了越南战争中。管理学的各种术语和方法——“交战双方死亡人数比例”、“已确认死亡人数”、“炸弹吨位”——对整个战争过程进行了量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化。所有的模型都预测了一场属于美国的压倒性的胜利。当然，历史记录了不同的结局。这应该是对模型预测功效的一个严重的警告。

随后所发生的一系列事件导致了大量的科学家涌入到金融市场中去。20 世纪 70 年代，作为研究人员传统雇主的各个高校所能提供的教职岗位开始减少。越南战争、冷战和太空竞赛引起的急剧上升的国防开支都曾经是导致科学研究人员数量增长的原因。红色苏联成功地发射了人造卫星更是曾经引起美国民众的空前恐慌。但随着越南战争的结束和红色苏联的瓦解，研究的资金和相关岗位的数量都减少了；研究资助也因为公众开始反对将科学用于战争而急剧缩水。

1993 年，美国国会取消了超级超导对撞机计划。作为成千上万研究员雇主的贝尔实验室因为此次调整，不得不精简机构。众多的科学家不得不四处寻找其他可以从事的工作。20 世纪 90 年代，东欧的科学家也加入了这场向金融领域转移的浪潮。这些来自苏联和东欧地区、精于数量分析的高素质工程师和理科研究生，开始为资本主义的企业工作；而他们之前所努力的正是为了将它们毁灭。

金融开始变得数量化起来。石油价格冲击、金本位体系的崩溃、居高不下的通货膨胀、创纪录的高利率以及对金融市场限制的放松，这一切都增加了价格的波动性。新的金融产品，比如衍生品，开始在市场上交易；像华尔街这样的地方非常需要具有数量技能的人才，于是科学家们都聚集了过来。这些出类拔萃之辈从发动战争转而去赚钱。

这些出类拔萃之辈从发动战争转而去赚钱。

20 世纪 80 年代，我和多明尼克(Dominic)一起工作。他是中国香港人，但在英国接受的教育，说着一口私立学校、带牛津腔调的英语。他拥有天体物理学的博士学位。多明尼克是名副其实的火箭科学家。

多明尼克对他之前从事的工作只字不提，但这却极大地勾起了交易员们的好奇心。最终，显现出来的事实是，他曾经为英国国防部工作，他的工作涉及将英国的核导弹瞄准苏联的战略基地。他的目标是苏联西北部港市摩尔曼斯克。他之所以换工作是因为之前的这个角色不能给予他空间将所学的理论付诸实践。

他是以伊曼纽尔·德曼(Emanuel Derman)为首的 POWS 中的一员。POWS 代表的是“华尔街的物理学家”(physicists on Wall Street)。作为一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名受人尊敬的物理学家，德曼同时也是最具影响力的数量分析师之一。当然，这个首字母缩写词(POWS)也可代表其他的一些含义。

相对而言，华尔街的工作可能更具实践性一些，至少你可以对一些理论进行检验；当然这些工作对能力的提高几乎没有帮助。有这样一位数量分析师，他是一名数学家，以前在大学教书。由于厌倦了他的学生总是赚得比他多，他加入了向金融领域的“移民”。他有时会去拜访从前的大学同事并一起讨论最近的研究进展。他们都对他现在的工作表示嘲笑：他们正在从事的工作是多么有意义；而他用来对衍生品建模的数学知识是多么微不足道，那完全是本科生学的东西。他只好安慰自己说，在一个好年景，自己带回家的钱是他们的十倍。他是一个 POWS——“华尔街的囚徒”(prisoner of Wall Street)。这一切都和钱有关。

火箭科学

科学家们最初的去处都是研究部门，比如有名的所罗门兄弟公司的债券组合分析部。长期资本管理公司的一些合伙人正是在这里开始了职业生涯。

西德尼·霍默(Sidney Homer)在创建所罗门兄弟公司债券市场研究部的过程中起了很大的作用。作为债券市场的一名老手，他以对美国债券市场的开创性研究而闻名于世。霍默和他的跟随者马丁·勒布维奇(Martin Leibowitz)在 20 世纪 70 年代早期出版了经典的《在收益率手册中》(Inside the Yield Book)一书。这本书集中研究了债券的收益及其投资策略。它很好地向世人展示了数量方法是如何系统地应用到投资和金融工具中去的。

所罗门兄弟公司在研究上的投入绝非出于无私——研究所得的成果被用于交易、定价和分析。一些研究成果甚至直接用于出售。所罗门的研究机构为客户提供服务，传授他们新产品的知识继而鼓励他们与公司进行交易。

随着时间的推移，其他公司开始建立类似的部门并提供类似的研究；他们以这样的方式向所罗门兄弟公司致以最崇高的“敬意”。那些拥有着博士学位的研究人员不辞辛苦地开发新的产品和交易方法。新的名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词——“久期”、“一个基点的美元价值”、“期权调整利差”(OAS)、“价差权证”(spread warrants)、“收益率曲线互换”(yield curve swaps)——开始流行起来。当然，大多数人其实从来没有完全理解它们的含义。

慢慢地，数量分析师们开始进入交易部门。在交易部门，数量分析师们建立模型对金融工具定价，这些模型为风险管理和对冲交易提供了基础；有时他们也研究交易策略和分析市场价格的方法。这些就是理论。

最初，数量分析师们在交易部门扮演的角色非常模糊。在研究中，他们各自使用各自的工具。而有时，公司也会派他们去拜访客户和介绍新产品。这时他们的反应就会像一个难有外出机会的小狗，兴奋不已。但最后的结果往往是，他们把事情办得一团糟。在一次为客户做展示的过程中，一个数量分析师被问了一个很幼稚的问题。这个分析师当时回答道，“这是个很蠢的问题，我不打算浪费时间来回答它。”所有的交易员和销售人员都差点当场晕死过去。

交易员们并不很清楚数量分析师们能做什么。直到去学校教书时，斯科尔斯和默顿才发现，他们的计算机技能能够让他们为年长的研究者提供帮助。在交易部门，情形也差不多。数量分析师们提供基础的计算机方面的协助，这些工作有时会呈现非常奇怪的形式，比如打开电脑然后教人们如何操作电脑。

在今天的交易部门，这种情况并没有多大改变。如今，交易员们使用电脑的水平已经大大提高。但很多数量分析师仍然发现，交易员们会要求为他们的 PDA(个人数码助理)、移动电话、电脑和彭博资讯机进行相关设置。这成为必然的结果。

伊曼纽尔·德曼在他的回忆录《宽客人生》(My Life As A Quant)中谈到了他加入高盛的第一份工作。他被要求写一个程序来帮助交易员对债券期权定价。结果很成功，但成功的原因却有点出人意料。交易员们喜欢程序的新界面——GUI(图形用户界面)。这使得他们输入数据和更新消息更容易了。

已故的费雪·布莱克是数量分析师中的元老。作为著名的布莱克—斯科尔斯期权定价模型的创建者之一，他当时在高盛工作。德曼将他写的程序给布莱克看，后者非常仔细地检查了他的程序。布莱克主要关注了一下个别地方的标签：德曼的程序界面上有一处显示着“a future contract”，布莱克指出这应该是“futures contract”。不管是交易员还是布莱克，他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对其中的数学和计算都不是特别的关心。

文化战争

交易员和数量分析师从属于不同的文化。交易员们像是两三岁的孩子，注意力集中的时间段很短并且希望得到立刻的满足。幸运的是，他们很容易分心(所以才需要有数量分析师存在)。数量分析师们是同一年龄段中早熟的和聪明的人，完全自我陶醉和妄自尊大；他们常常需要不断的肯定以及一些奉承和赞扬来保证他们不断前进。同时，他们也很容易突然发脾气。因此管理一个这样的交易部门，拥有幼儿园老师的技能将非常有用。

越来越多的研究生加入了交易员的队伍，但优异的成绩已经不再是他们高学历的主要构成。女人、致幻毒品、运动、音乐以及更多的女人在他们的成绩清单上占有着很高的位置。可以预见的是，数量分析师们会有着不同的关注对象。就如同斯布林斯顿(Springsteen)与肖斯塔科维奇(Shostakovish)，黑泽明(Kurosawa)与金·凯瑞(Jim Carrey)，克兰西(Clancy)与赛琳(Celine)一样，他们之间的差异是如此巨大。

最开始的数量分析师对金融市场的运作几乎一无所知。他们对金融工具、交易策略和客户需求的了解也是少得可怜。但是一些人却表现出了极度自负和高傲的姿态。这种态度对于那些有着无数赚钱记录的交易员们来说，是完全没法接受的；虽然没有博士学位，但他们对市场有着深刻的(通常是直觉上的)了解。

我们的数量分析师中，有一个年纪较大的四十几岁的分析师。他是在一个社会主义国家长大，所以对期权和互换完全不懂，对实际市场如何运作也只有最模糊的概念。他曾经是他的研究领域中的一位非常重要的研究者。在该领域，他公开发表了很多令人敬佩的论文。

而且，数量分析师们经常不能识破交易员的诡计。在我们的晨会上，债券部门的负责人有时会对远期收益、均衡利差和风险统计数据进行仔细的研究分析。他当场表现出了他超人的心算能力。他没有受过大学教育并且时常声称自己的博士学位获自“垃圾”大学。年轻的一代，受过大学教育的正规军，都很敬畏他的能力。但实际情况是，他在会议之前花了大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间用手工计算器计算那些数字。他用最简单的诡计骗过了我们所有人。

我们的数量分析师全是“克林贡人”[1]。其中有一位“史巴克先生”——我们一见到他就会对他做“V”手势，这表示“瓦肯人”的意思。还有一个“莫克”[2]，他在交谈时总是会说很多“nano nanos”，我们一直想找机会开他一个有关“明迪”的玩笑。但令我们失望的是，我们数年的共同努力都没能找到一位叫那个名字的女性。我们还有“我们最爱的火星人”。他的绰号起因于他那清晰的连珠炮式的说话方式，像极了电视台的风格。数量分析师们都恨死了这些称呼，但这似乎有助于良好的团队合作。

文化差异在晚上才最小。交易员们去了最新开张的酒吧开心，而莫克去歌剧院看歌剧——“蝴蝶夫人”。出于某些未知的理由，一个互换交易员认为莫克是出发去臭名昭著的东方寻乐窝，于是他想和莫克一起去。可是莫克拒绝带他一起去，他恼火极了——莫克说演出的票已经卖光了。

传送带

渐渐地，数量分析师成为交易部门中的固定职位。他们证明了自己在对新的金融工具进行定价和建模上的价值，尤其是在衍生产品方面。一些人在复杂证券组合的交易和风险管理中变得不可或缺，其他的一些人则变得和资产一样价值不菲。数量分析师们对市场的理解正在加深，而交易员也知道他们能做出的贡献。这种共生关系的关键在于现在的交易已经几乎完全依赖于计算机这一事实。数量分析师们正掌握着支持交易的技术大门的这把钥匙——他们现在是不可缺少的了。

数量分析师们重要性的提高导致了有关报酬的争论。交易员们非常乐意使用数量分析师们的工作成果，却不愿意承认他们的贡献；尤其是在年终论功行赏的时候。交易员们的理论就是“我的是我的，你的也是我的”。

数量分析师们采取多种方式以图获得对其贡献的认可。一个数量分析师公然地在他的电脑程序上嵌入代码来监测程序的使用量并按照使用

〔1〕 译者注：克林贡人(Klingons)和瓦肯人(Vulcans)都是系列片《星际旅行》(Star Trek)中的外星种族。史巴克先生是片中的一个角色，是一名瓦肯人。

〔2〕 译者注：莫克和明迪是美国电视系列片《莫克和明迪》中的人物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量确定他的价值和贡献。一些数量分析师干脆放弃并完全转入到交易员的行列。很多长期资本管理公司的主要参与者走的就是这样的职业道路。

如今，公司不再是找来科学家然后将他们根据市场需要进行各种组合，而是直接雇用数量金融学专业的研究生。他们接受的训练包括了交易中将用到的金融知识和数学技能。一些研究生课程项目也让科学家们有了重新学习的机会并开始崭新的金融生涯。这就是输送数量分析师的传送带。

人才的供给远远大于需求——每所大学都设立了数量金融的课程。人们将这些课程视为进入报酬丰厚的金融行业的入场券，因此对课程的需求很大。在那些大学教育体系是公立的国家，这个项目有不同的议事日程：学院收取全额的费用，以支持该项目并且可以交叉补贴古希腊项目。各所大学之间互相竞争生源。这种竞争非常得激烈，以至于他们会聘请专门的市场营销顾问来帮助他们进行宣传。他们所传达的信息总是“拥有数量金融学资格证就意味着你将拥有大笔的收入”。

鸡毛蒜皮

金融模型的秘密就是没有秘密。对大多数的金融产品进行定价都不会涉及比复利和现值更高深的数学知识。在我职业生涯的大部分时间里，“火箭科学家”们都熟练操作着一种惠普计算器。那是一种带图标的手持计算器。由于它的创新性设计，纽约的现代艺术博物馆里就展示了一个。在那个时代，如果你有一个可以编程的手持计算器，那你就是爱因斯坦了。

远期和互换的定价相对简单。你去买一份远期合约就相当于你现在买入资产然后持有它到远期合约到期的那一天。也就是说，你为了买入将来的资产支付了现在的买入价格加上这笔资金的借入成本。当资产在持有期间产生收益时，你会做一些调整。这就是持有成本模型。这个模型是交易员们在农产品期货中发现的，并且主要归功于霍尔布鲁克·沃金(Holbrook working)。那么互换呢？它们不过是一些远期合约的简单组合。

但还是有一些细小的问题值得我们讨论。资产的收益是一个可以知道的已知量吗？以股票为例，红利是已知的未知，容易让人头痛。再者，我们可能需要知道收益率曲线；也就是不同日期的借款和贷款的利率。通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在每一个到期日都不能获知利率。

数量分析师们可以利用复杂的模型来建立“完美的”和“简约的”收益率曲线。我不明白收益率曲线为什么非得是“吝啬的”，或者称之为“简约的”。但“火箭科学家”们则会强调这样做的重要性。他们会引用所谓的“奥卡姆剃刀原理”来论证他们的观点。

奥卡姆出生在英格兰的萨里郡，是14世纪的逻辑学家和圣方济会的修士。奥卡姆原理可以表述为“如无必要，勿增实体”(Entities should not be multiplied unnecessarily)。有时为了显示其权威性，数量分析师们也会使用它原始的拉丁文形式：“Pluralitas non est ponenda sine necessitate ”。这个原理被用于检验很多事情(包括“上帝不存在”这样的论点)，也是创造衍生品的关键。该原理也被用于表示“在解释问题的时候，要做到尽可能选择最简单的那个解释”。

建立一个收益率曲线就类似于在点与点间进行连线。你有一些已知的利率，然后你得在它们之间画条线来估计那些你无法观测到的日期的利率。你现在知道问题的所在了。你可以在已知的两点间构造任意的利率并且没人可以证明你是错的——这就出现了“检验”的难题。因此我们需要一个插值的模型。

我们可以在两点间画条直线——线性插值。或者，我们可以画条曲线——非线性插值。数量分析师们已经建立了大量的可用于连线的技术，比如指数拟合和对数线性模型，以及很多的三次样条插值曲线，等等。有很多专业的参考书是讨论收益率曲线如何建模的。一个在大学里只学过简单模型的老同事有一次问道，“我们过去用曲线板来画线错在什么地方?”

金融模型常常会泄露数量分析师的背景：如果你是一个物理学家，那你就会倾向于一个这样的方法。衍生品模型就像量子物理，反映了关键因素的偏差。与原子学说相一致的是，衍生品可以分为不同的“亚原子粒子”——资产、远期和期权。它们之间还有着更多意想不到的共同点：和原子一样，如果你将它们错误地分开，那你就会被炸飞。印度尼西亚人，和其他的受害者一样，将会证实衍生品的这种性质。

收益率曲线的内插值法主要归功于土木工程。我曾经被告知，三次样条插值(一种普遍使用的技术)就是来源于悬浮桥的设计。它们被设计为光滑的、平坦的以及具有必要的曲线形状来均匀地分布重量。一个土木工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程师肯定曾在某个数量分析师团队里做过收益率曲线建模的工作。

外推法就更大胆了。这种方法并不将一个点和任何东西进行连接。对于美元、欧元和英镑，人们有时可能需要将利率外推到 40 年甚至 50 年以后。不过这样做也有它的好处。如果你是错的(这几乎是肯定的)，你也不太可能看到你被证实是错误的那一天。

在数量分析师们的眼中，像债券定价、收益率曲线、远期和互换这些都是不值一提的小问题。如果你让他们去建立这样的模型，他们的反应绝对会像科幻小说《银河系漫游指南》(The Hitchhiker's Guide to the Galaxy)里的那个疑心病很重的天才机器人马文(Marvin)一样。马文的身上装配了GPP(真实的人类个性)和大量功能强大的计算机。他感到很沮丧，因为人类总是让他做一些鸡毛蒜皮之事。他一直很烦恼，每次看到人都会用同一句话抱怨他的命运："我的脑容量抵得上一颗行星，他们却只让我把你们带到桥上去。这能称得上是令人满意的工作吗？"面对那些他们认为是很微小的工作时，数量分析师们的表现完全一样。

大剧院

期权定价是衍生品定价中的皇冠。布莱克、斯科尔斯和默顿解决了这个难题，并因此获得了世人一致的肯定。他们的解是如此惊人的优美，简直可以和米开朗琪罗的大卫相媲美。这称得上是金融经济学领域最卓越的成就。

期权定价是关于天堂和地狱的古老的神学问题。期权合约的买者拥有了天堂——他们有着无限的利润空间，损失却至多只是期权费。期权合约的卖者，恰恰相反，他们拥有了地狱——有限的获得(期权费)却承受了无限的风险。期权的价值完全依赖于到期日那天股票的价格(我在这里只是出于方便的考虑而使用股票，理论上可以是任何金融资产)。对一个美式期权而言，情况则会更加复杂。因为美式期权可以在到期日之前的任意一个工作日被执行。因此从你买入期权的那一刻一直到期权失效，你都得时刻关注股票价格的"路径"或序列。

如果你想准确地对期权定价，你就得拥有预知未来的能力。但是如果你真的能够预知未来的话，那你还需要期权干什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在欢乐三重奏[1]出现在舞台上之前，期权是一种鲜为人知的工具，只通过报纸上的分类小广告交易。它们就像低级的个人广告："寻出售执行价格 40 美元的通用汽车公司 1 年期看涨期权者。资金雄厚且愿意支付合理要价。"

期权的定价是相当随意的。对一个看涨期权，如果买者认为股票的价格很有可能会上涨，他们总是愿意付更高的价钱。价格依赖于你对到期日股票价格的看法，但如果所有人都认为价格会上升，那么一开始将不会有人卖给你看涨期权。这就像第二十二条军规，我们无法摆脱这样的逻辑困境。市场上没有一个可以对期权价值进行客观度量的标准。布莱克、斯科尔斯和默顿彻底改变了这种局面。

不过具有讽刺意味的是，布莱克和斯科尔斯当初并不是为了对期权定价，他们对股票定价更感兴趣。碰巧的是，一只普通股票和公司净资产上的看涨期权表现很相像。便是这样的偶然铸就了伟大。

探索

期权定价的基本原理非常简单易懂。当期权到期时，期权可能是有价值的，也可能是一文不值的。这取决于股票的价格处于什么位置。你在到期时会清楚地知道期权的价值，但你不知道它现在的价值。我们可以很容易地建立一个简单的模型来对期权进行估值。

假设如下：

股票的现在价格	=	100 美元
一年期的年利率	=	10.00%

假设股票没有分红，那么远期价格必须是 110 美元，即现在的价格（100 美元）加上一年的利息（10 美元）。我们不可能知道股票一年后的真实价格。但是让我们假设，我们能够预期它是表 6.1 所列的价格中的一个；同时，我们也可以对股票等于每一个确定价格的概率进行估计。

〔1〕 译者认为这里的欢乐三重奏应该是指远期、期货及互换三种最基础的衍生工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.1　　一年后股票价格的预期值

一年后股票价格的预期值	概　率
90 美元	10%
100 美元	20%
110 美元	40%
120 美元	20%
130 美元	10%

现在我们就可以对期权定价了。让我们假设这是一个有着如下条款的看涨期权：

执行价　＝　110 美元

有效期　＝　1 年

当一年后股票处于某个特定价格时，我们能够计算出期权到期时的价值。我们知道，如果股票的价格低于 110 美元，那么期权的价值为零。期权的买者不会执行期权。这意味着有 70%的概率期权会一文不值，20%的概率它会值 10 美元(如果一年后股票的价格是 120 美元)，10%的概率它会值 20 美元(如果一年后股票的价格是 130 美元)。现在，我们就可以得出期权的合理价值了——期望价值。也就是简单地将每一可能价格下的期权的价值与其相应的概率相乘，然后加总就得到我们要计算的期权的价值。如表 6.2 所示。

表 6.2　　期权的期望价值

一年后股票价格的预期值	概率	到期日期权价值	预期价值（概率×到期日看涨期权价值）
90 美元	10%	0	0
100 美元	20%	0	0
110 美元	40%	0	0
120 美元	20%	10 美元	2 美元
130 美元	10%	20 美元	2 美元
		总计	4 美元

在这个例子中，看涨期权一年后的期望价值是 4 美元。因为 4 美元是一年后的价值，出于时间价值的考虑，我们需要进行一些调整。我们用年利

经典译丛 投资
TheWorld Classics of Investment

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率 10%对 4 美元进行一年期的贴现就得到了期权今天的价值,3.64 美元。

这并不是说如果我们买了这个期权我们就能得到 4 美元。事实上,我们得到的仍然是 0、10 美元或者 20 美元;这取决于哪一种情况会发生,但从平均角度讲,我们会得到 4 美元。换句话说,如果我们重复地买入这种期权我们将得到 4 美元的平均回报。这就是大数定律。

模型告诉我们期权的价格与一些已知的已知量有关——股票的价格、执行价格、有效期和利率。期权的价值看似只依赖于一个单独的关键变量——波动率。这是一个关键的已知的未知——从现在开始到期权到期日,股票价格会如何变化,也就是股票的波动率。

还有另外一个可以用来考虑期权价格的方法。保险公司为你的汽车进行保险时会向你收取一笔保险费。保险费的总额加上用保险费进行投资的收益必须足够保险公司支付可能的损失,还得有一些利润。保险公司是这样做的:他们根据他们的损失历史(即人们索赔的次数)计算出所有保单的期望损失,然后他们计算出用保险费进行投资所能获得的利润。这样他们就计算出了所有的保险费和利润的总额。期权就是一个价格保险。因此定价的方法完全一样。

这个模型使用起来并不那么容易。你需要知道股票的每个可能的价格和处于每个价格上的概率。交易时双方需要相互发送一张很长的列有各种可能的价格及其概率的表格。然后他们会就每一个可能的价格和概率不断地进行争论,直到他们达成一致。交易员们可能一天只能做成一笔交易。这太没有效率了。

还有其他的问题。这个方法是依赖于大数定律的。在保险公司的例子中,你有大量的保险单并且你能以一定的准确率计算出你平均会收到的索赔要求的数量。但如果你只是有一份期权,那么你的情况就是要么赚钱要么亏损。因此交易员需要对他们的风险进行处理。他们是如何做的呢?布莱克、斯科尔斯和默顿给出了这个问题的答案,也因此留名青史。

创世纪

针对布莱克、斯科尔斯和默顿如何得出著名的期权定价公式,有很多的描述。布莱克和斯科尔斯作了一个简单的假设——股票价格的变动(波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动率)的分布是已知的。这样,你唯一要做的就是用现在股票的价格和股票价格的变动去计算期权到期日的股票价格的完整分布。这是个简单而深刻的假设。

他们假设价格是随着时间随机变动的——当时正是芝加哥学派占主导地位的时期。价格的分布是著名的正态分布的一种变化形式。你现在只需要知道两件事——平均价格变动和标准方差就可以得知未来价格的情况。他们假设平均价格变动应该等于无风险利率。事实上,股票的价格恰恰正是向其远期价格进行移动。现在你可以忽略平均值了。接下来,我们所要做的就可以归结为求标准方差——股票价格的波动率。

同样的结论可以由另外一种稍微不同的方法给出——这就是复制方法。假设存在一个神奇的模式可以告诉你期权的价格;它会告诉你对于股票价格的一个微小变化,期权价格会有多大的变化。让我们假设如果股票的价格变化了 1 美元,那么期权的价格将变化 0.25 美元。这就为交易员们提供了对冲期权的方法。他们可以买进一份股票并同时卖出 4 份期权。这样对冲后的投资组合将不会受到股票价格的影响。如果股票的价格上升 1 美元,那么交易员就会赚得 1 美元;同时,期权上的头寸将会损失 1 美元(4×0.25 美元)。交易员将既不会赢利也不会亏损。这是一个无风险的投资组合,因此它只应该获得市场利率,就像银行里的存款一样。

这两种方法从两个不同的角度对同一个问题进行了分析。布莱克用他的数学知识得到了可以给出期权价值的微分方程。但是他当时对微分方程了解很少,花了很大的气力去寻找问题的解。讽刺的是,这个方程和物理学中著名的"热传导方程"非常相似;而这个方程是有解的。最终,方程被解了出来。

默顿对问题的解决所做的贡献意义重大。他引进了连续时间的概念及其数学形式——随机积分。他假设股票可以随着价格变动无限小的增量而连续地进行交易。这就可以使用著名的伊藤(Ito)引理来对方程求解(伊藤是日本杰出的数学家,他后来竟然完全忘记是自己发明了这项重要技术)。

布莱克和斯科尔斯在发表他们的杰出论文时遇到了困难。那些最好的杂志给出了大量的理由——太专业了,金融学的比重过大而经济学的比重不够,没有足够的版面出版所有内容等等。布莱克认为文章之所以被拒绝是因为他不是学术界的——他一直是波士顿的一家咨询公司——理特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理顾问公司(Arthur D. Little)公司的咨询顾问。在他的一生中,他都对学术界保持着深深的怀疑和谨慎。

最终,在一些著名的学术界人士,如默顿·米勒和尤金·法玛等人的干预下,布莱克和斯科尔斯的模型最后在 1973 年以题为《期权与公司债务的定价》(The Pricing of Options and Corporate Liabilities)的文章发表。默顿不久后发表了另外一篇名为《理性期权定价理论》(Theory of Rational Option Pricing)的文章。

布莱克—斯科尔斯期权定价模型使用了如下的方程:

$$P_{ce}=S.N(d1)-K_c^{-Rf.T}.N(d2)$$

其中,

$$d1=[\ln(S/k)+(Rf+\sigma^2/2)]/\sigma\sqrt{T}$$

$$d2=d1-\sigma\sqrt{T}$$

式中:

P_{ce}——欧式看涨期权的价格;

S——资产的价格;

K——执行价格;

T——期权的有效期;

Rf——无风险利率;

σ——资产回报的波动率;

$N(d1)$——标准正态分布的累积分布函数在 $d1$ 的值;

$N(d2)$——标准正态分布的累积分布函数在 $d2$ 的值;

ln——自然对数函数;

e——指数(大约 2.712 8);

$Ke^{-Rf.T}$——利率为 Rf 时为在到期日获得金额 K 现在需要投资的资金额。

欧式看跌期权的价格可从如下公式得出:

$$P_{pe}=Ke^{-Rf.T}.N(-d2)-S.N(-d1)$$

式中:

P_{pe}——欧式看跌期权的价格。

虽然这些公式看起来很可怕,但你仅需具备高中的数学知识就能从中求出期权的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果不是一些重大事件的发生，这些论文可能到现在都没有引起人们的注意。1973 年，芝加哥期权交易所(CBOE)开始交易基于各种主要股票的期权。布莱克—斯科尔斯的公式迅速成为对期权进行定价和交易的市场标准。带有预先设置布莱克—斯尔斯期权定价公式功能的惠普计算器大为流行—— 一个属于超级模型的时代来临了。

1997 年，因为他们在期权定价领域所做的开拓性研究，斯科尔斯和默顿被授予了诺贝尔经济学奖。而布莱克因为癌症已在 1995 年去世而没能得到这份奖励。看来，诺贝尔奖既奖励学术成就也奖励长寿。人们猜测评奖委员会曾经不太愿意将奖项授予期权定价模型的创建者：创建者关注的是模型在赚钱上广泛的实践应用以及模型建立者自身对商业活动的参与。

布莱克对复制模型保持着模棱两可的态度，他似乎预先意识到了复制技术所暗藏的危机。

布莱克将这个模型视为对他所热爱的均衡理论的一个很好的解释，风险和收益是相互联系的。他对这个模型还有其他的含义表示质疑。但在实践中，从复制的角度(默顿的观点)来看这个模型被认为更加重要。交易员们现在能够通过交易期权的标的股票来对冲期权的风险。这使得他们既可以交易股票又可以交易期权。布莱克对复制模型保持着模棱两可的态度，他似乎预先意识到了复制技术所暗藏的危机。

期权定价的工作完成于 20 世纪 60 年代晚期到 70 年代早期。那是一个政治和社会都极度混乱的时代——越南战争、水门事件、黑人和妇女解放运动，还有性革命。当时背离传统的主要是性、毒品和摇滚。在一个奇特的转折中，标准方差(波动性)永久性地颠覆了金融领域。

福音书

在接下来的几年内，期权定价方面有了很大的发展。布莱克—斯科尔斯—默顿模型被视为神圣且不可侵犯的，主要的贡献就是各种福音书。[1]

〔1〕 编辑注：对于耶稣的生平，《圣经》主要通过四个门徒的福音书从不同角度进行介绍。这句话的意思应是出现了对布莱克—斯科尔斯—默顿模型不同发展和延伸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三位学术界人士，约翰·考克斯(John Cox)、斯蒂芬·罗斯(Stephen Ross)和马克·鲁宾斯坦(Mark Rubinstein)建立了二叉树期权定价模型。他们建立这个模型是为了给学生讲授期权定价的知识，但不需要进行有关GBM(几何布朗运动)、积分和伊藤引理的数学训练。他们假设了一个简单的世界来计算期权的价格；在这个世界里，股票的价格在一个固定的时期后要么上升要么下降。

举个例子，假设现在的股票价格是100美元。你预期到它在一年后可能会上升10%到110美元或者会下降10%到90美元。让我们假设你需要对一个执行价格为105美元的1年期看涨期权定价。假设利率是10%。你可以在预期的股票价格上涨或者下降的基础上计算出看涨期权的价格，如图6.1所示。

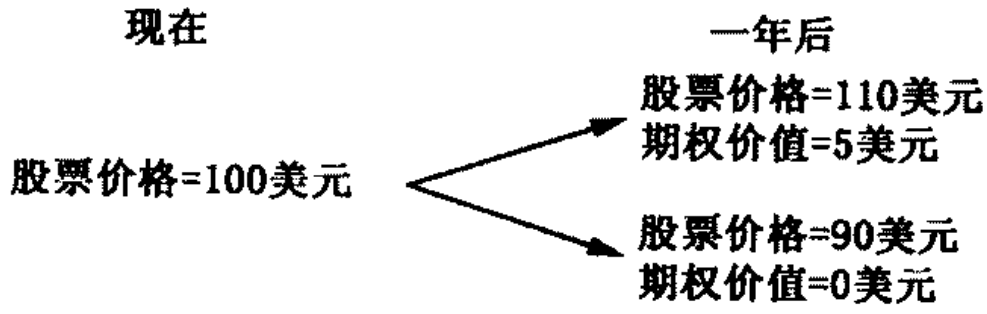

图6.1 股票价格和期权价值

使用复制的方法来建立一个无风险的对冲，因此我们买入股票来对冲期权。无风险意味着投资组合的价值是不变的，无论股票的价格是上涨还有下降。无风险投资组合的构造如下：

- 假设我们卖出1份看涨期权，我们需要持有Δ(德尔塔)单位的股票来进行对冲。
- 股票的数量Δ必须能够保证投资组合的价值在股票上涨或下降时都一样。

$$\$110\Delta - \$5 = \$90\Delta$$

$$\Delta = 0.25$$

这就是说为了对冲或复制1单位卖出看涨期权，你需要持有0.25单位的股票。无论股票的价格向上运动还是向下运动，投资组合在期权到期日的价值都是22.5美元。

无风险投资组合只应获得无风险利率(银行的存款利率)。现在根据下面的步骤就可以得出期权的合理价值：

- 无风险投资组合在今天的价值是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$e^{-Rf.T}22.5 = e^{-0.10\times1}22.5 = 20.36$ 美元

◆ 期权的价值采用开始交易时的股票价格来计算(0.25×100 美元=25 美元)：

股票的价值－期权费＝无风险组合的价值

25 美元--期权费＝20.36 美元

期权费＝4.64 美元

考克斯、罗斯和鲁宾斯坦的理论说明你可以使用成千上万这样的路径来对期权定价。这个方法的基本原理与布莱克、斯科尔斯和默顿的模型完全一样;而且这个不同的方法还有着更多的优势——它可以处理所有原模型不能解决的问题。它可以完美地解决美式期权或者其他有着古怪规则的奇异期权的定价问题。但二叉树模型有一个问题——它应用起来太麻烦了。解决的方法是使用计算机。随着计算机的计算速度越来越快,处理更加复杂的期权的能力也越来越强。期权定价与计算机相结合的时代来临了。

债券期权的定价提供了新的挑战。债券的价格在到期日会回归到面值;也就是说,它支付的正是你当初投资的数额。至少大多数情况下是这样,除非公司破产。这意味着债券价格的波动率随着到期日的临近会越来越小。债券的价值也取决于一系列的利率,这也与股票价格只受单一的价格贴现因子影响不同。传统的模型不能处理这些问题:它们假设波动率是固定的,只有一个价格贴现因子。随着时间的推移,研究人员最终通过将二叉树模型的思想和债券利率模型相结合,努力地找出了一个解决的办法。

标准的期权定价模型和期权的市场价格并不真正相吻合。那些执行价格与当前价格相差很远的期权(深度价内的或深度价外的期权)在被定价时似乎应该使用更高的波动率。研究人员建立了复杂的模型来对这些期权定价,它们的波动率"曲面"中隐含了一个"微笑"。你将明白英国国民西敏寺银行是如何错误地对待了他们的"微笑"以至最后损失了数以亿计的英镑。

对期权定价进行研究在学术界和投资银行的数量分析师们中已成为一种主流。程序化的时代来临了。不断提高的计算机能力和快速求解复杂产品的需求促成了向程序化应用的快速转变。

人们非常强调对数值方法的应用。他们使用三叉树、多叉树、有限差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分模型和蒙特卡罗模拟，以及一切可能的解决方案。为了使你的模型符合你观察到的市场价格，你需要进行一些校正。技术取代了连贯的分析和推理；复杂的数量方法则代替了对事物的判断。人们唯一的理论兴趣是大一统理论(grand unifying theory，GUT)——如何建立一个可以解释所有事情的大一统模型来取代那些有着不同方程式的多个模型。

凯恩斯在很早以前就注意到了这个问题："近来的'数理'经济学中的相当一部分只不过是虚构的东西，就如它们所依据的初始假设一样不精确；它们使作者在一大堆虚饰的和无用的符号中丧失了对真实世界的复杂性和相互依赖性的认识。"

模型开始经常出现失灵。换句话说，这造成了大量的损失。一个新的词组"模型风险"(model risk)开始为人们所使用。交易员们不愿意使用复杂的模型代替理性的判断。数量分析师们将他们视为卢德派。这一切都和信仰有关。交易员们越来越多地表现出不可知论或者无神论的倾向。交易员和数量分析师之间的自然均衡得到了重新的建立——均衡理论最终占了上风。

希腊字母的悲剧

交易员们不需要懂得很多有关模型的事情。正如伊曼纽尔·德曼有一次说道："环法自行车赛的赛手在弯道处倾斜着进行转弯时并不需要知道如何去求解牛顿定律。"交易员们使用模型来定价，更为重要的是，来对冲他们所做的交易。这就是为什么复制变得如此重要的原因。

交易员们使用希腊字母对期权的风险进行量化：

Delta(Δ)：Delta 是期权定价公式中期权价格对股票价格的导数。它度量了股票价格的一个变动所引起的期权费变动的估计值。

Gamma(γ)：Gamma 是期权定价公式中期权价格对股票价格的二阶导数。它度量了股票价格的一个变动所引起的期权的德尔塔变动的估计值。

Vega(κ)：Vega 是期权定价公式中期权价格对股票收益波动率的导数。它度量了股票收益波动率的一个变动所引起的期权价格变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的估计值。

Theta(τ)：Theta是期权定价公式中期权价格对期权到期时间的导数。它度量了到期时间的一个变动所引起的期权费变动的估计值。

Rho(ρ)：Rho是期权定价公式中期权价格对无风险利率的导数。它度量了无风险利率的一个变动所引起的期权费变动的估计值。

这些风险的数值都可以从定价模型中得到。然后交易员们在市场上寻找机会进行交易来对冲他们的风险。如果模型错了，那么所有的价格和对冲也都错了。

每一个模型都有假设，否则它就不能被称作模型了。问题是现实世界和这些假设很少一致。期权定价模型假设资产可以连续地进行交易——事实上不是。价格应该不是突然跳跃的——事实上正是。价格变动应该服从正态分布——事实上也不是。你需要知道从现在到期权到期日之间的资产价格的波动率——事实上你只能做个估计。这些都是基本的缺点。

还有更多细微的问题。你不仅需要知道资产价格的波动率而且需要知道资产价格将遵循的路径。一个15%的波动率可能是由一系列微小的变化引起的，也可能只是由一次简单的大的变动引起的。标准方差并不能区分这两种情况。如果波动率是价格的一个大的跳跃所造成的，那么交易员就很难将自己保持在无风险的安全状态。市场表现并不是理论认为的那样。

模型检验的失败

我第一次真正尝到模型失败的滋味给我留下了非常深刻的印象。我之前已经有过几次失败的经历，但后来都应付过去了；所以我才保住了我的工作。那一次，我做了一个六月期的价值10亿美元的货币期权。交易的对手方是个很富裕的客户。销售部门给了我很大的压力，最后我愚蠢地同意了。那是一个澳元的看跌期权/美元的看涨期权，执行价格为1澳元兑0.721 0美元。我给了客户从我这买入1 000 000 000美元的权利，同时，他们将支付给我1 386 962 552澳元。显然，他们只有在澳元兑美元低于0.721 0时(比如1澳元兑0.70美元)才会执行期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在货币市场进行交易以对冲我手头的期权。根据我们的定价模型，这意味着需要卖出澳元/买入美元。思路就是将期权的德尔塔和货币交易的德尔塔进行匹配。如果澳元走弱，期权就可能被执行。那样我就卖出更多的澳元/买入更多的美元。这就可以抵冲期权被执行时我将收到的澳元和将要支付的美元。如果澳元走强，我就减少我的对冲，因为期权不太可能被执行：这就叫做德尔塔对冲或者动态复制。这看起来很简单，似乎一只猴子都会做。这就是我为什么能得到这份工作的原因。

事情正向好的方向发展。最后，时间到了期权有效期的最后一天。汇率是 1 澳元兑0.733 0美元，期权是价外的——它没有任何价值。德尔塔接近于零。模型告诉我没有必要进行对冲。期权将不会被执行而最终失效。

期权的执行时间是在东京时间下午三点。交易日开始了，当时我正在参加交易部门的例行晨会。突然，我听到交易商那边传来一连串的尖叫——原来有一家对冲基金正在疯狂地卖出澳元。那个对冲基金的交易员利用还是睡眼蒙胧的悉尼早市对澳元进行大量的抛售。澳元对美元汇率一下子跌到了 1 澳元兑0.722 0美元附近。其他的交易员现在也跟着开始卖了。快到中午的时候，汇率稳定在了 1 澳元兑0.720 8/0.721 5美元附近。

汇率现在就在期权执行价附近，期权很可能会被执行。期权的德尔塔接近 0.50，现在成了一个 50 ： 50 的赌博。我没有办法在汇率突然下降的时候进行对冲。市场出现了缺口；我完全没有对冲，完全暴露在风险中了。如果期权被执行，每 0.000 1(1 个外汇基点)将导致139 000美元(192 000澳元)的损失。我被“伽马”了。这是交易员们最害怕遇到的事情。在最后时刻，所有的期权交易员都不得不经历这一过程——只要你卖出了期权。

我陷入可怕的左右为难的困境。我不得不决定期权是否会被执行(澳元的位置低于0.721 0美元)或者不被执行(澳元的位置高于0.721 0美元)。如果是前者，我应该买入 10 亿美元并卖出等值的澳元。这就可以准确地对冲掉期权的现金流。但如果是后者，那我就不应该进行对冲。现在唯一的问题是我根本无法知道接下来将会发生什么。

我现在知道谁是我的朋友了，现在所有人都对我敬而远之了，似乎我得了严重口臭病，他们感觉到了正在逼近的死亡。风险经理提醒我已经违

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反了交易限制。他们将不得不向上报告我。数量分析师们几乎不能相信市场竟然出现了这么大的缺口。交易部门的负责人是一个没有交易经验的退伍军人，他进行着“管理”和“领导”。他过去一直吹嘘他的战斗经历。现在，他显得极度恐慌，只知道不停地辱骂和唾弃我。我已经开始考虑我的“后金融”生活——我可能会去开出租车。

马蒂拯救了我。他是部门的首席货币交易员，我们有着共同的爱好——板球。他叫我不要尝试对冲期权的德尔塔。“让我们看看发生了什么。”我们密切注意着澳元的位置，以至于我去卫生间的路上都在关注。

马蒂指出，那家对冲基金的交易员们持有的只是机会主义性质的短期头寸，他们希望能够获得一些利润。他通过和其他的交易商及经纪商进行看似毫无目的交谈得知了这一切。正所谓“利而诱之，乱而取之”，现在正是《孙子兵法》上场的时候。

马蒂一直等到东京的交易商们吃完了传统的面条午餐回来。他买进了少量的澳元，只是试探性地买入；他时而通过银行间经纪商进行交易，时而又和其他的交易商进行直接地买卖；他在给市场发出信息——在这个价位买入澳元有利可图。汇率慢慢上升到1澳元兑0.723 5/0.724 2美元。

震慑人心的时刻到了。马蒂现在通知他的交易员开始对澳元进行突然的持续的大量买入，希望给人留下大量买单的印象。我开始向上帝祈祷。澳元出现了向上的跳空缺口。那家对冲基金突然发现到手的大额利润正在消失，他们也加入了疯狂的买入。他们正在买回他们之前卖出的澳元。而马蒂此时抛出了当初买进的澳元，很可能正是卖给那家对冲基金，因为后者正在努力地转换他们的头寸。我们逃脱了。

“震慑并令人敬畏”的时刻到了。马蒂现在通知他的交易员开始对澳元进行突然的持续的大量买入。

汇率当天报收于1澳元兑0.730 8/0.731 5美元，与前一天收盘价和今早的开盘价相比，只有微小的变化。期权没有被执行，我们从货币交易中大赚了一笔。时间只过去了6小时，我却一下子老了15岁。

交易部门的负责人打电话向伦敦报告说，由于他个人的杰出领导和管理避开了一场可能的灾难。马蒂说，我们无所畏惧的领导事实上从未上过战场——从我的角度，我已经再清楚不过了。我充分意识到我再也不能管理这么大数量的头寸，再也不能持有这么大规模的期权净空头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我应付不了“伽马”。或许其他人会有不同的看法。他们的故事都有着同样的结局。

1987 年犯罪现场鉴证——“老天爷啊!”

期权定价模型中内含的复制思想在 20 世纪 70 年代就出现了。海恩·勒兰德,一位金融学教授,非常担心市场情况,尤其是他自己的财务状况。20 世纪 70 年代,债券市场和股票市场都非常低迷。经济出现了没有预计到的高通胀和不断上涨的利率。利兰德突然想到使用资产组合保险来帮助支付孩子们的大学学费。股票的持有者可以通过支付一笔费用从而为他们的投资组合的最低价值进行“保险”。这样他们就控制了股票下跌的风险。

名称很吸引人,但想法并不吸引人。任何人都可以做到这一点,只要他买入一份股票的看跌期权。利兰德、马克·鲁宾斯坦、约翰·奥布赖恩(John O'Brien)一起建立了“利兰德奥布赖恩鲁宾斯坦联合投资咨询公司”(LOR)来实现这个想法。在 20 世纪 80 年代早期,公司大放异彩。到 1987 年,已经有大约 600 亿美元的投资组合使用了 LOR 及其同类公司提供的保险。

思想很简单:LOR 将卖出标准普尔 500 基准指数的股票指数期货,从而保护“被保险的”资产的价值。实际上,它们相当于复制了市场指数的看跌期权。LOR 的计算机不停地运算着,在一天内随着价格的波动对其对冲进行多次调整。这种方法的另一个名字就是德尔塔对冲。让我们忽略伽马风险吧。

1987 年 10 月 19 号,美国股票市场单日跌去了 20%的市值,而在一星期前它已经跌掉了 10%。组合保险公司拼命地寻求对冲,卖单充斥着整个期权市场;大量的卖单导致价格不断下降,而价格的下降进一步导致了更多的抛售。这是一个灾难性的螺旋下降的过程。布雷迪委员会(Brandy Commission)对组合保险公司进行了谴责,认为他们恶化了市场的情况并加快了市场的崩溃。

“保了险”的组合并不“保险”。组合保险公司需要支付投资组合的最低价值。但他们没能得到最低价值。当然,他们的状况要好于那些没有保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险的公司;但无论怎样,他们还是承受了巨大的损失。

1987 年市场崩盘是一个 20 倍标准差的事件——这几乎不可能。

1987 年市场崩盘是一个 20 倍标准差的事件——这几乎不可能。市场出现了巨大的缺口,交易并不是连续进行的。现在看来,市场完全没能读懂有效市场理论所蕴含的含义。

1992 年犯罪现场鉴证
——欧洲汇率机制(极端危险,伙计!)

20 世纪 90 年代早期,欧洲各货币连接成了"蛇形";所有的欧洲货币的汇率都只能围绕固定的价值在一个窄小的波动区间内变化。汇率定期进行调整。在 1992 年,英国英镑和意大利里拉承受了巨大的压力,它们的交易都是在区间的最低点进行。市场预期它们很快就会贬值。

这一次,我是处于买方的一边。当时我管理着一家公司的财务。我们的资产都是以英镑和里拉计价的,而我们的债务是以德国马克计价的——贬值无异于扔给我们一个炸弹。我立即向我的老板建议——然后他向 CEO 建议——最后 CEO 向董事会建议——我们应该买入一些看跌期权来对冲风险。在拖了很长一段时间后,我们决定买进一些执行价在固定汇率区间以下的看跌期权。我的老板对期权的费用念念不忘。"它们不会有什么用处。"他发着牢骚,和机器人马文一样。

美国银行对这笔交易很不热心。他们的交易员是个精明的加利福尼亚人,他的当务之急是让他自己摆脱困境。"极端危险,伙计! 如果它们真的贬值,那它们需要走的路将会很长。我可不要拿着这个将要爆炸的炸弹。"他话中的含义可能是含糊的,但所表达的信息非常清楚。

欧洲银行的交易员是一个法国工程师,他是法国一个最有名的高等专业学校的研究生。这个交易员足以证明凡事总有例外。他话很少,对我们明显的愚蠢很是吃惊。"你们想获得某种区间之外的保护。你们太傻了! 汇率不可能到那里。"我坚持我的观点,继续表现我的无知。"你们要给我意外之财,你们是十足的傻瓜。"

我提出,事件既然不可能发生,那么期权的价格也应该是免费的,或者至少是很便宜的。法国人对此好像充耳不闻。然后就是对模型、资金费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用、对冲成本以及其他的一些条款进行商讨。最终，我们达成了交易。在英镑和里拉/德国马克上，我们买入了大约 1 亿美元的看跌期权。期权价格接近于模型的理论价格另外加上一个补价。银行的模型看来没有对贬值后价格会出现大的跳跃的情况进行风险调整。那个自鸣得意的交易员关门的时候还不忘提醒我是他所遇到的最傻的傻瓜。

两个星期后，欧洲汇率机制瓦解，英镑和里拉贬值了。市场处于完全混乱的状态。我们买的两个期权现在都是价内的了。即便是我的老板也很高兴——对冲显然是他的主意。成功总是会引来众多的邀功者而失败却往往没有人愿意出来承担。实际上，我们并没有赚钱，我们只是保护了自己避免了巨大的损失。这一次，这的确是个保护。

1998 年犯罪现场鉴证——用英镑出售英国

1998 年的问题和英国养老金产业有关。在英国，退休者到了退休的年龄通常会得到他们的养老金，同时他们会买入年金。英国人寿保险公司向保险者提供了 GAO(保证年金选择权)合约，该合约将终生支付投资者一种有最低收益保证的年金。保底的利率很高，大约在 10%左右。这主要是因为当时的利率很高。实际上，保险公司卖出了长期利率期权，但他们当时好像并没有意识到这一点。

法律要求保险公司必须保证其投资足以偿付它对保单持有人的所有责任。这通常是由精算原理和谨慎前提保证的。通常，保险公司买入英国政府债券(金边股票)来对冲 GAO 合约。

到了 20 世纪 90 年代后期，保险公司的这些保单开始出现问题。英国的年金领取者去见上帝的速度没有想象中那么快。寿命预期从退休后 15 年增加为 20～30 年，极大地增加了保险公司需要支付的年金的数额。精算师撅起嘴来：人寿保险公司需要购买金边股票来对冲年金。英国的利率已经下降，这急剧地减少了收入。玛格丽特·撒切尔(Margaret Thatcher)进行的私有化改革又减少了金边股票的供给，因为政府还清了它的债务。于是金边股票短缺了。

随着利率下降，保险公司卖出的期权变得越来越值钱了。人寿保险公司的处境非常艰难，它们没有对内嵌的期权进行对冲。但问题开始慢慢显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现。保险精算师们思考问题通常需要数十年，他们不可能仓促地做出任何不成熟的决定。最后，问题浮出了水面；保险公司不得不根据他们的制度对暴露的部分进行对冲。

一种对冲的方法是买入一份利率期权，即一份互换期权（swaption）。接受型互换期权赋予买者选择接受固定利率而支付浮动利率的权利；如果利率下降，买者将获利。同样，如果利率下降，保险公司将在 GAO 合约上亏损；这样，互换期权就可以弥补合约上的损失。这就构成了一种保护。

交易商们很高兴——这是一个巨大的商机。在某次交易中，单一家保险公司就购买了 30 亿英镑的互换期权。交易的期限通常很长，可长至 30 年，甚至有的情况可达到 40 年。典型的交易是一系列有效期可高达 10 年的期权，执行这些期权意味着可进入一个 20～30 年的互换。这是一个金矿，但挖出金子需要冒点风险。对这种交易进行建模和对冲都很困难。

市场上没有期限那么长的利率，模型设计师们要推断出到期日所需要的英镑利率。当然，这完全依靠假设。因为人们没有办法真正地知道那些利率。期权赋予了买者在一系列固定的日期执行期权的权利。这就是所谓的百慕大期权。这样的名字源于期权的特征与那些位于欧洲大陆和美国之间的众多岛屿非常相似。交易商们现在进入了百慕大三角。

模型设计师们纷纷打开各自的武器库，亮出了自己的独门武器：均值反转（mean reversion）、多因子（multiple factors）、细网树（fine-mesh trees）、蝾螈之眼（eye of newt）、毒芹（hemlock）等等。他们就模型的使用进行争论——BDT 模型（Boring Dervish Tantrums）、HW 模型（Hog Warts）、TFM 模型（The Full Monty）；他们又对不同的实施方法进行比较。这太有意思了。

最后，市场迫使交易商们进行不完全的对冲。他们不得不使用任何可以获得的工具，因为根本就没有足够的工具。为了对冲英镑上的头寸，他们买入政府债券和政府债券期货，他们使用远期英镑互换，甚至他们使用欧元标价的债券、互换和期权。当然，这样做是有基差风险的。

当交易商们正和苏格兰孤儿寡母公司（the Scottish Widows and Orphans，一家真实的保险公司）进行接洽并寻找赚钱机会的时候，对冲基金加入了进来——这些对冲基金（包括长期资本管理公司）的交易员发现了价格异常。英镑 10 年和 15 年期远期合约之间的远期互换利差在 80 个基点左右，而相应的德国马克（在开始交易的时候使用了欧元来代替）上的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差只有 20 个基点。如果英国加入欧元区，这个差距将消失。另外，英镑的互换选择权和利率顶这两种期权的波动率也是不一样的。交易员们持有了大量的头寸，希望这些异常最终被纠正过来。活跃在英镑上的交易商们非常高兴，因为他们很快获得了大量的头寸。

这场狂欢在 1998 年结束了。就在 8 月份，长期资本管理公司破产了。英镑与欧元间利差扩大了，而不是缩小了。英镑互换选择权的波动率也从 11%上升到了 17%。所有的模型突然停止了工作，它们需要重新检查。模型过去认为正确的对冲，现在模型又认为它们错了。交易员们不得不对他们的对冲进行调整并因此遭受巨大损失。对冲基金在到达止损位置后也开始卖出英镑。流动性开始下降，这使得情况更加糟糕。没有人知道交易商们具体损失了多少。但有传闻，单一家银行亏损的金额就达到了九位数。

1998 年犯罪现场鉴证——亚洲狂热

20 世纪 90 年代在亚洲出现的淘金热潮完全值得那些撰写奇闻逸事的作家写一个不错的故事——奇异的产品、神秘的东方和大量的金钱。那些本国货币市场刚刚能正常运行的国家突然被强行塞入了众多的衍生品，一切都与为了看似现代化和摆脱贫穷落后的耻辱有关。西方的投资银行大力支持亚洲衍生品市场的发展，希望利用他们高超的技术来获取利润。他们的诡计就是鼓励当地人进行交易然后白白拿走所有的钞票。

他们超乎想象地成功了。我现在每天研究的印度尼西亚面条制造厂和美国投资银行间的交易就是最好的证据。

在一个连几个星期都无法兑换支票的市场现在突然开始了令人眼花缭乱的衍生品交易。远东到处都是些赌博者，对他们大多数人而言，衍生品和纸牌游戏并无区别。而且好处是如果你输了，你可宣称这是场精心编造的骗局。如果你对亚洲货币市场保持乐观，那么你就是一个等着压迫新兴国家的殖民者。

所有的人都开始意识到美元的强势和这些国家的低额外汇储备。利润减少了，交易员们所承担的风险没有得到应有的报酬。但没有人关心这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我问一个交易员他们是如何对冲的，他看起来很迷惑。他只是在市场上建立了一个抵消头寸。“这算是充分的交易？”“当然！亚洲货币市场因为拥有成熟的本国和外国玩家而流动性‘很高’。”看起来我真的很傻。他说道，“我们使用成熟的交叉对冲和代理模型？在你们那个年代，你不是采用了相关对冲吗？过时的家伙。”

交易员们使用美元、日元以及欧洲货币的一篮子货币来对亚洲市场进行对冲。亚洲的汇率是“固定”的并且可由中央银行进行“调控”。但一切都结束得太快。1997 年，货币盯住的机制崩溃了。市场重新找到了新的“水平”，交易商们损失惨重。模型设计师们现在开始了对“范式转换”和“不连续市场”的思考。

一些银行的做法很聪明，他们将交易在自取灭亡的双方之间进行匹配。这并没有什么作用：进入交易的人们都得了健忘症。这可能是由损失造成的冲击引起的，一种普遍的医学现象。即便他们记起来了，那么他们仅存的记忆也必定和你的不一样；你曾经说过他们不可能亏损，亏损一定是由定价错误造成的。如果你能证明这一切，那么他们就寻求最终的方法——他们拒绝任何支付并申请破产。

还有一些谨慎的银行甚至在交易时加进了当地银行作为履约保证的第三方。他们认为当地的银行会偿还他们——他们错了。当面对和外国银行的纠纷时，当地的银行可能只会做一件事——他们声称自己完全不懂这些。他们将钱装入了口袋然后声称外国的银行和他们的客户应该自己解决问题。当地的法庭非常支持这种观点，而外国法庭的判决则完全不同。当地的法庭自然拒绝执行外国法庭的判决。这些银行看来还是不够高明。

模型排他

数量分析师们现在成为了交易部门不可缺少的一部分。一大群人在电脑后面孜孜不倦地工作，为衍生品部门四处兜售的各种奇异产品进行定价。他们为交易员提供对冲的方法，同时他们也对头寸的风险进行度量。数量分析师们成为“内嵌的”了。这是种非常奇怪的合作方式——混战的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玛门[1]世界和为人敬重的学术世界合而为一了。

在我简短而不愉快的大学教师生涯中，我曾决定参加一个“实证金融研讨会”。我尝试着贡献我在现实世界中进行实践而获得的经验。

研讨会是由一个访问学者给出的，他用了大量的时间来罗列他的假设。我仔细地听着并认真做了笔记。大约有 20 个假设——其中 18 个是错的，灾难性的错误。我想我可以有所帮助：我对每个假设在现实世界中会产生的问题进行了阐述。我说明了它们可能对结论的有效性产生的影响。我尝试着进行帮助。发言者变得激动起来：很明显我没有注意到某些该有的礼仪。“我们假定”，他打断了我，“这些假设是有效的。”他大声地强调着，在我继续前将我打断。现实是错的，而他是对的。

一家德国银行从一所著名的大学聘请了一个教授来帮助他们确定风险。那个教授花了几个月的时间来计算风险。最后他将报告交给了管理委员会。经过大量的分析，他得出的结论是银行“完全没有风险”。银行的交易部门的负责人回应道，“我真的希望你是错的，赫尔(Herr)教授。如果你是对的，那么我们不可能赚到任何钱。”赫尔教授看起来很困惑。

每个星期，在地球的某个地方总会有一个衍生品会议；会务公司们靠这来赚钱。有时，它们会被标上“圆桌会议”的名称，尽管桌子必然是椭圆的。很多会议都是有关模型的—— 一般的模型、高级的模型和超级的模型。

所有的模型研讨会都是在重要的金融中心举行，像巴黎、维也纳、瑞士的阿尔卑斯和梵蒂冈这样的地方；当然，都是在六星级酒店。多数的参与者都是各家投资银行的数量分析师。为了在同事们面前称王称霸并证明自己才是宇宙真正的主宰，最杰出的人才来到了这里。初级的数量分析师希望获得一些指点，竞争者努力了解对手“专有的”模型，还有一些学术界的人来找工作。学术界的人很瞧不起现实世界的数量分析师，“他们做的并不是真正的科学研究。他们是一群巫术博士。”

展示总是让人失望：发言者滔滔不绝地抛出术语以捍卫奇怪的结论。他们的发言都很简短：只需要足够的时间解出至少一个偏微分方程，并对竞争对手的模型进行一些冷嘲热讽。走廊上的交谈完全就是言语间的战争。或抬出名人来提高自己的身价，或夸夸而谈。围绕奇怪的偏好——快

〔1〕 编辑注：指财富、金钱、财神、贪欲等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速傅立叶变换、鞍点方法——人们形成了小帮派。这是个模型排他的世界——“我的‘模型’比你的‘模型’来得性感。”

遗漏变量的偏差

数学在金融上的应用是个圈套——它假设了许多我们不知道的事情——已知的未知和未知的未知。假设你对利率和汇率间的关系感兴趣。从历史价格上看，你可能会发现一种正的关系——利率越高，汇率就越高。问题是这种关系可能没有多大的意义。

你可能存在遗漏变量的偏差——股票价格对汇率的决定可能比利率更加重要。可能只是存在一个反向的因果关系——汇率可能影响利率，而不是反过来。这个结论准确吗？它禁得起检验吗？用来建立这种关系的数据本身是否正确？是不是在模型之外还有什么真实的因果关系？

费雪·布莱克认为每个交易员都应该有一个关于自己交易方式的“故事”。赚钱不能证明任何事情，那可能只是你幸运。一个好的故事不能保证成功，一个差的故事却足以说明那个交易员依靠的只是运气和吹牛。数量分析师们不断地“挖掘”大量的数据来“证明”他们的模型。你可以证明任何事情——只要有足够的数据。

有一种叫“混沌”的理论——那是个分形的世界，一种芒德布罗集(Mandelbrot set)。在大众科学里，混沌理论常用来戏剧性地描述亚马逊丛林里的一只蝴蝶偶尔扇动的翅膀与一场龙卷风之间的关系。事实上，这是一种非欧几里得几何的形式(你在学校学过的是欧几里得几何)。它被用来对复杂现象进行建模，包括热闹非凡的金融市场。

虽然有人讽刺其为：对混沌进行建模以及在完全无序中发现有序，但都不能对数量分析师们产生影响。他们没有太多的幽默并且其中没有一个是自我轻视的。最后，他们的力量并不在于解释现实或者预测结果的能力，而在于让人们形成对他们自身以及他们对现实解释的信任。

有一个奥姆真理教预言了世界的末日。所有的信徒们都按照命令聚集在一个沙漠里，等待末日的到来。末日没有到来。邪教的领袖解释说，地球之所以没有毁灭是因为信徒们聚集到沙漠等待末日来临的行动显示出了他们的信念。他们的信念赢得了另一次选择的机会。数量金融就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代的邪教，而数量分析师们就是邪教的领袖。

模型有失败的风险——模型风险。它们只是对复杂现实世界的简单描述。罗伯特·默顿清楚地阐述了这个观点："有时当模型使用的数学吸引太多注意力时，我们会忘记模型的最终目的。模型的数学可以应用得很准确，但模型应用到复杂的现实世界时却一点也不准确。它们作为估计现实的有效工具的准确度因时间和地点而显著地变化。模型在实践中使用只应是尝试性的；在每一次估计中，我们必须仔细地评估它们的局限性。"讽刺的是，在他说了这段话后不到一年的时间，长期资本管理公司破产了。

在 1995 年写下的一段话中，默顿预示了三年后将发生在长期资本管理公司身上的事情："任何善到了极致便成了恶。"在公司破产后，一个职员说到："模型会告诉你五年后的事情，但它们不会告诉你在到达那一确定时刻前会发生些什么。"

艾萨克·牛顿，现代科学的创建者之一，也面对了他自己的确定性时刻。由于南海股票泡沫的破灭，他在股票市场上损失了 2 万英镑（这在今天也是很大的数目）。经历了这次教训以后，牛顿说道："我能够计算出天体运动的轨迹，却无法估计到人类的疯狂。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章　没有疆界的游戏

——结构化产品背后的世界

2005 年，作为金融期货市场的创建者之一，利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)在一次会议上的发言引来了众多困惑的目光。“互换究竟是什么？互换就是新泽西州的夫妻之间前些时候做的事情。”如果互换是性行为，那么结构化产品就是变态性行为。

利用衍生品轻易发大财的机会转瞬即逝，早期高额的利润在激烈的竞争压力下被压缩了。为了获得更高的利润，衍生品交易员们不断创新。他们要么创造出复杂的衍生品包，要么开发新的市场。这种包被称为“结构化产品”。交易员们希望客户不会看穿里面的内容。这是一条不败之路，也是衍生品交易员们和他们在投资银行的同事们过去所走过的路。

我们对结构化产品极尽溢美之词，宣称它们可以让客户个性化地定制各种与投资或套期保值相一致的风险和收益。如果其他的所有推销方式都失败了，我们会采取最后的策略：“你的竞争对手已经使用了这种产品。”印度尼西亚人肯定听过这种推销方式——他们在这些产品的诱惑面前致命性地屈服了。

市场从利率不断地扩展到股票、信贷以及商品(日后的交易更多的是在这些领域)。问题是每个新市场都迅速饱和，然后利润迅速消失。因此开发新的市场变得很有必要。最后，甚至灾难和天气都进入了交易员们的使用范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代，交易员们一直在销售与飓风和地震相联系的债券。你获得了很高的利息；但是如果这些灾难在某些特定的地区发生了，那你就会损失所投资的钱。东京的迪士尼乐园发行了一种债券，如果主题公园遭遇了地震，那么公司将不必偿还它们。这里主要的卖点是所谓的“零贝塔”——地震和其他投资的收益没有任何关系。投资者们对地震和里氏震级是否了解我们并不清楚。

和天气相联系的债券也出现了。投资者们乐此不疲地讨论着温度的范围、降雨量、河流的水流量、风速和浪高。与空气湿度相关的结构化产品在日本很受欢迎，这反映了当地人普遍存在的洁癖。一个推销天气衍生品的推销员不带任何讽刺地说道：“天气衍生品意味着答案已不再在风中。”众多的投资者被留在风中独自打着冷战。

市场也开始扩展到了新的地域——新兴市场就意味着诱人的机遇。那些地方有着无数的金钱等着他们去赚取。于是交易员们匆忙地向拉丁美洲、亚洲和东欧涌去。

有一个不足凭信的故事，讲的是向某个美国基金经理推销业务的事情。交易的是一种与泰铢和日元之间利差相联系的债券。该交易支付很高的利率，大约是 10%，而普通美元债券的利率只有 5%。基金经理很感兴趣，希望得到更多有关泰国的消息。推销员就将一张泰国地图和一份从旅行指南抄来的历史简介传真了过去。交易随后很快就完成了。

结构化产品是一个没有疆界的童话王国，在那里，买方和卖方欢快地进行着游戏。游戏的结果常常不尽如人意。于是，一些变形的童话便出现了。

荒谬喜剧

橘子郡位于加利福尼亚州，这里发生了一起和曼森谋杀案齐名的衍生品案件。橘子郡在交易结构化产品上的损失超过了 15 亿美元。

这场巨额损失事件的核心人物是狂想家罗伯特·西春；他的大半生都是在橘子郡度过并被选举为财务官。在西春的第一任期间，投资组合表现出了稳定的收益。因此毫无疑问，选民们再一次选举他做了财务官。

橘子郡的监督委员会是保守的，它严格限制允许投资的范围：投资的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对象必须是高质量的债券(通常是政府发行的)。为了控制风险,所有的投资还必须是相对短期的。这样的规定似乎可以让富裕的市民在晚上安稳地入睡了。

灾难的种子在 20 世纪 80 年代末 90 年代初就被种下了。美国利率急剧下降,收益率曲线变得陡峭,短期收益率很低。橘子郡艰难地维持着它的收入;就在这时,西春在邪灵——投资银行的衍生品推销员们——的影响下倒下了。他们在他的耳边轻轻念了魔咒——"收益提高,收益提高,收益提高。"

橘子郡开始投资结构化产品。这次的"大规模杀伤性武器"是逆向浮动利率票据(逆向浮动利率证券),之前我们已经提到过。当最后一切结束时,橘子郡的投资组合里全是——标准的、杠杆的、涡轮增压的和有毒的,并带着助推器。

西春买入了逆向浮动利率来增加收益。这些产品支付固定利率(比如说 10%)减去一个短期利率(比如说 3%)。这意味着橘子郡可以获得 7.00%的收益,这比他们继续坚持老规矩所能获得的收益要高。当然,这是有风险的——如果利率上升,那么收益将急剧下降。逆向浮动利率证券还有隐含着的杠杆性,这使得它们对利率变化更加敏感。西春这次走得还要远——他使用逆向浮动利率证券作为抵押品借入了更多的钱;他拿了钱后再买入更多的逆向浮动利率证券。正如中国的一句谚语所说:"不入虎穴,焉得虎子。"

这些投资是在橘子郡严格的投资政策规定的范围内吗?票据的发行者都是高信用等级的,主要是美国政府机构,包括联邦住房贷款抵押公司(Freddie Mac)和联邦国民抵押协会(Fannie Mae)等等。票据是短期的,这也完全符合投资政策。内嵌的衍生品对于人的肉眼而言并不明显,杠杆效用被隐藏了起来。此外,你的损失不会超过你的投资额。问题出在哪里呢?

到了 20 世纪 90 年代早期,橘子郡已经成为结构化债券和回购市场上最大的玩家之一;西春正是在回购市场上用他的证券作抵押借钱的。每个银行家和交易员都在西春面前大献殷勤以求得到一笔业务。这里面有着太多的钱可以赚了。

交易商们在他们卖给橘子郡的债券上赚了钱,他们在用来对冲结构化产品的衍生品上赚了钱,他们在借给橘子郡的资金上赚了钱;然后他们可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以用同样的方式重新来一遍。这就是寓言里的摇钱树:债券的发行者获得了便宜的资金,却不承担任何风险;因为他们确信所有的赌注都得到了对冲。谁将为这场派对买单?结果将是橘子郡的纳税人。

最美好的时光……最糟糕的时光

橘子郡的业务在20世纪90年代早期的表现非常好。他们的投资获得了很高的收益,大约10%;而他们本来应该只能获得这个数的一半。在灾难发生前,没有任何一位橘子郡的监管者对将要发生的事情有丝毫察觉。他们从来没有为超出正常的高收益困惑过。

到了1994年,西春已经管理了70亿美元的资金。在三倍左右的杠杆效用下,投资组合的价值达到了大约200亿美元。橘子郡的投资大约有60%是结构化产品,主要是逆向浮动利率证券。结构化产品以及借款的使用显著地提高了投资组合对利率的敏感性——相当于一个20年期的债券;这远远超出了投资政策的范围。

一些交易商们开始担忧,那些向橘子郡卖出了大量结构化产品的人尤为担心。公司内部开始讨论是否应该减少和橘子郡的交易。一家投资银行果断地表达了他们的忧虑并立即决定不再和橘子郡进行任何交易。当然,和橘子郡做生意的推销员们对减少交易并不积极。他们赚了太多的钱,不愿意杀死这只鸡;他们还想要蛋。他们的大量收入都是来自和西春的交易。

只要利率保持在一个低的水平,逆向浮动利率证券的收益就会很不错。收益率曲线也需要保持在一个正的水平——西春当然处在一个正的水平,他非常肯定没有风险。1993年7月,西春自信地预测利率将不会上涨,并给出了他的理由:"我是美国最大的投资者之一,我熟悉情况。"

> 我是美国最大的投资者之一,我熟悉情况。

事实的真相比这要离奇得多。西春是南加州大学的一名退学的学生,对高级金融的知识和交易懂得很少。他使用"复杂的"系统维持投资记录,比如索引卡片和日历;最复杂的分析工具是手表计算器(具有讽刺意味是,已故的费雪·布莱克也偏爱手表计算器)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在个人表现方面，西春表现也很古怪。他喜欢青绿色：他穿着青绿色的衣服，喜欢青绿色的佩斯利涡纹旋花的领带，他带着青绿色的珠宝以及开着青绿色的敞篷克莱斯勒汽车。这种行为可能在加州并不引人注目，至少对于那些 20 世纪 60 年代经历过海特—亚许伯里(Haight-Ashbury)[1]时代的人是这样。

随后的法庭记录揭示了更多有关西春投资过程的细节。从中我们可以得知，他依靠一名通灵人和占星师邮寄的建议来指导金融投资。西春承认，他使用了由印第安纳波利斯城的占星师为之准备的 4.5 美元的星座图帮助他管理橘子郡的资金。

1994 年，格林斯潘大幅提高了美国利率，收益率曲线变得平缓了。橘子郡的投资组合中的结构化票据的价值迅速下跌，而它的借款的成本却急剧上升，它的收益飞快地下降了。投资组合现在显示了大约 15 亿美元的账面损失。

还有其他的问题。结构化票据是橘子郡在回购市场上借入的短期借款的抵押物。随着它们的价值变得越来越低，抵押品的价值也随之下降。这样，橘子郡就需要存放更多的抵押品。但很快，橘子郡就没有钱来满足额外的抵押品要求或者还清借款的要求了。橘子郡需要卖掉投资组合来还款。卖掉逆向浮动利率证券意味着将实现投资组合上按市值计算的亏损。人们都预感长期资本管理公司遭遇的灾难又要来临了。橘子郡开始申请破产保护。

公道地说，占星师的预言相当的准确——1994 年 12 月是个凶月。橘子郡在当年的 12 月 6 日申请了破产。

魔鬼终结者

橘子郡指定了几家金融咨询机构来帮助他们管理投资组合，包括一家投资银行，这又带来了无数的欢笑。其他的每个交易商都和橘子郡做过太多的生意，以至于他们现在陷入了绝望的心理冲突而不知如何是好。这次指定的意义只不过是确定某家交易商会错失发财的机会。

〔1〕 编辑注：海特和亚许伯里两条街的交叉口是嬉皮士集中之地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

橘子郡卖掉了它所有的结构化产品。这场出售遭到了包括几位诺贝尔奖获得者的指责——卖掉组合当然可以保证不再有亏损，但这样也实现并锁定了亏损。

利率上升的确减少了逆向浮动利率票据的息票收入（有时可能是0%），但最初在逆向浮动利率证券上的投资并没有风险。在票据发行者都是高信贷级别的情况下，投资的本金在到期时将被返还。如果橘子郡持有它的投资一直到到期日，那么损失将被最小化；利率回升导致的浮亏并不重要。橘子郡将不得不忍受收入的急剧下降直到结构化产品到期，但投资的本金将不会有损失。按市值计算的损失在即期卖出头寸时得以实现。

继续持有逆向浮动利率证券也可能使橘子郡获益，如果利率在到期日之前下降的话。因为距到期日还有一段时间，那么弥补损失还是有希望的。卖出就意味着你输了；即便利率真的下降，你也没有希望拿回你的损失。

借款使得情况变得复杂：借出钱的交易商要求还款或者增加额外的抵押品。问题是可以解决的——借款的期限可以延长到与抵押品的到期日相一致的时候。

无论如何，卖出的决定最后被执行了。那家投资银行参加了最后的饕餮大餐。票据被重新组合后卖出，胜利者是那些买入新票据的人——他们以很有吸引力的利率买入了高品质的债券。交易商甚至建立了某种特定目的实体来完成这个工作——其中一个叫“信托投资增加回报证券”（Trust Investment Enhanced Return Securities，TIERS）。真正的眼泪是橘子郡的纳税人流下的，他们最后为灾难买了单。

不是我的错，先生

橘子郡最后的损失超过了15亿美元。人们对这一事件的原因进行了很多的反省。主要的观点认为“是任何人的错，除了橘子郡之外”。

根据电视纪录片的报道，物理学家们应该受到谴责。POWS（华尔街的物理学家）创造了谁也不懂的结构化产品。压力巨大的衍生品推销员就像妖艳的女人，最后将西春诱惑去了地狱。橘子郡对美林证券公司进行了起诉，起诉的理由是投资银行“不负责任地和铁石心肠地”将风险产品卖给了他们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法庭的听证会变得越来越离奇。西春开始声称他的大脑出了问题，这影响了他理解数字和做出理性判断的能力并最终促成他受到助理财务官马修·拉贝(Matthew Raabe)和投资银行的欺骗。西春供认“他的大脑不能审计账目”。他的内心充满了自责，“由于我的经验不足，我过分地相信了市场专家的建议……我多么希望我在复杂证券上有过更多的训练。”

这和那个曾经“熟悉情况”的是同一个人吗？西春应该读过《圣经》(申命记 8:13～14 和 8:17)：“你的牛羊加多，你的金银增添，并你所有的全都加增，你就心高气傲……恐怕你心里说：‘这货财是我力量、我能力得来的。’”至于橘子郡，一名幽默家点评道：“他们削减了其他的计划来建立了这个游乐场。”

天堂和地狱

日本是结构化产品的一片特别的沃土：20 世纪 80 年代中期，内嵌有衍生品的债券在那里遍地开花。这是一场美国人，主要是信孚，和日本证券公司间的竞争。

1985 年，信孚获得了一笔日本长期信贷银行((Long Term Credit Bank，LTCB)的业务。在当时，长期信用银行是日本最有声望的借钱者之一。它是为日本第二次世界大战后工业复兴提供融资的主要机构之一。同时，它的等级被评为最高的级别——AAA 级。十年后，像其他的日本银行一样，长期信贷银行在它的贷款组合上承受了巨额损失并最终导致了它的国有化。

这次交易的是一种很奇特的债券。我的老板将条款清单发给我说：“解释一下!!!”这种债券支付很高的利率，大约要比正常水平高 1%；而同时，投资者也就是日本的保险公司承担了日元可能会升值的风险。如果日元上升、美元下降，那么投资者最后得到的将比他们的初始投资要少。如果日元走强到 84.5，那么投资者将损失他们投资的所有本金。投资者对接下来的十年内日元的未来下了很大的赌注。

这种债券就是指数化货币期权票据(ICON)，它的名字反映了投资者卖出了一份货币期权—— 一份在美元上的看跌期权或者在日元上的看涨期权。这种债券就是人们所熟知的“地狱债券”——如果日元升值，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只能下地狱。天堂很有限，只是债券支付的额外的利息。

这个期权是十年期的；而在 1985 年，市场上交易的日元/美元期权的有效期都很短，比如 6 个月。没有一个模型可以得出十年期期权的价值是多少。不管怎样，投资者最后没有得到任何好处——这笔交易是“创新性的”。信孚在这笔交易中赚了大钱。

日本的证券公司将日本的投资者和发行者通通视为囊中物。他们需要做一个大的声明。他们这样做了。

在 LTCB 的交易之后不久，又有一笔新的交易达成了；不过这次的主角是日本著名的野村证券（Nomura Securities）。这笔交易的对手方是 IBM 公司——当时美国最大的借款者，日本人敬佩的竞争对手。这笔和 IBM 公司的交易就是人们所说的“天堂和地狱”债券。如果日元升值超过 1 美元兑 169 日元，投资者得到地狱（本金的损失）；而如果日元走弱或低于 1 美元兑 169 日元，他们得到天堂（本金的增值）。

新的交易越来越多。更多的创新出现了——牛/熊债券、可赎回逆向双重货币债券等等。它们都是“二重唱”，每个人现在都哼着这样的曲调。这是个“内嵌期权”——含有衍生品的债券的时代。今天，我们将称它们为结构化产品。除了名字之外，衍生品的性质没有任何改变。

核心的理念被提炼出来后在很多年内都没有大的改变。通常的模式就是在债券中嵌入一些衍生品，通常是将利率支付或者本金偿还与其他的一些东西的波动联系起来，比如说利率或者货币。债券的发行者获得了便宜的资金。他们通过交易员将债券中所有内含的衍生品对冲掉，最后只留下低成本的资金。投资者只想获得更高的利率。他们为了得到更高的收益而承担了利率或者货币的风险。

事实上，一些投资者被禁止投资衍生品。当然，他们实际上一直有投资；他们声称所做的交易是被允许的——买入证券；而他们的证券只是偶然地含有了一些与衍生品相类似的特征。很自然地，法律上认定它们只是证券。

交易商们也说了很多有关日本的事情：那是个怪异的让人不可思议的地方。不仅是那里的孩子会在星期天的东京街头像猫王埃尔维斯·普雷斯利（Elvis）那样唱摇滚，而且日本人愿意支付不可思议的价格去买世界各地的房地产或者印象派的油画——金融市场也是极度的奇异。

投资者被复杂的规章制度所限制，这让 gaijin（日文中的外国人）难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理解。比如说，日本的投资者买入外国货币债券的金额会有限制，但是由一家日本公司发行的以外国货币为面值的债券在规定的条例下却不属于外国货币债券。他们有着众多的让人困惑的机构，每一个只能做规定的一部分事情。这些都为创造结构化产品以避开那些规定提供了广阔的市场。

没有人真正地理解那些规定。在一次交易的过程中，我向我们的律师寻求帮助；据说他是最好的。他仔细听我们讲了将要做的事情，他认为这样做是可以的。以我们典型的西方人的习惯（我实际上是在印度出生，这让日本人很困惑），我希望得到一份书面形式的意见。我们的律师大笑了起来，说他不能那么做；没有任何书面的东西，并且他也不愿意给出任何书面的东西。但是他了解财政部的那些人，他认为他们不会干预。这笔业务就这样完成了。

我经历的另一个有关法律顾问的极端例子也是在亚洲。我们需要一名印度尼西亚的法律顾问，所以我们签了一名受欢迎的律师——结果什么也没得到。我们打电话给他。他说如果我们列出一系列的问题，那么问题的解决就会很容易。我们的律师照着做了。印度尼西亚律师的回复很直接：

问题一：是。

问题二：不是。

问题三：是。

问题四：有可能。

问题五：我们没概念。

意见只有简单的一张纸，我们没能看到其他的任何东西。通常他们全是些废话，没有什么实际的内容，最后来几页限制条件和免责声明。他们的意见就是你不能依赖这些“意见”，这就是你要做的。最后，我们的英国律师替那位印度尼西亚同行写了意见书。他非常高兴地署了名，然后迅速收了我们一大笔钱。据说有一次，一名律师给另一名律师写信，说他“在进行通常的询问”。对方的律师准时回复：“我做了通常的回复。”日本的情况和这很相似。

日本的投资者对日元非常悲观，总是认为它应该维持现在或者更低的水平。他们毫不动摇地相信日本银行——(Bank of Japan, BoJ)有能力保持日元的弱势来促进国家的出口。

《广场协议》在埋葬迪士尼乐园的同时也埋葬了所有这样的投资者。日元开始了漫长而缓慢的升值。大部分的日本投资者都去了地狱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人格分裂

双重货币债券是那个时代不朽的创新之一。对于普通债券，你收到的利息和本金与你当初投资的属于同一种货币。但是在日本这种情况并不必然。这就是双重货币债券，一种带有“人格分裂”(双重特征)的投资方式。

1985 年，R. J. 雷诺兹公司(R. J. Reynolds)发行了一种日元/美元货币债券，作为接管纳比斯科·布兰兹(Nabisco Brands)公司的 49 亿美元融资的一部分。日本投资者投资了 250 亿日元(大约 1 亿 500 万美元)，每年获得 7.75%的日元利息。在到期日，投资者将拿回他们投资的 250 亿日元名义本金；在这个交易中，投资者在到期日实际上得到的是115 956 000美元。

投资者是那些对日元未来走势下赌注的日本保险公司。如果日元对美元汇率保持低于 215.60 日元(250 亿日元除以115 956 000)，那么他们就赚了。如果日元走强，他们将因此在日元上亏损。债券到期时他们所接受的美元的价值将少于他们期初投资债券的 250 亿日元。利率和他们买入日元债券相比要高大约 1.50%。R. J. 雷诺兹公司对金融工程的细节并不担心，他们唯一了解的就是交易商能够保证他们的借款成本非常低；他们的交易商，J. P. 摩根(前身是摩根担保公司)已经将雷诺兹的所有风险都对冲掉了。

你对这笔交易看得越仔细，它就越发显得奇怪。投资者将拿回 115 956 000美元而不是 250 亿日元，这意味着投资者在五年后的债券到期日事实上是以 215.60 日元的价格将日元转换成美元。之所以奇怪是因为实际的远期汇率只是 197.60 日元。投资者多支付了有 18 日元之多。

投资者多付的那笔金额以高利率的形式返还给他们。这就有如你先支付某些人一笔钱，然后他们再以收入的名义将这笔钱返还给你——这毫无意义。答案就藏在那些管理日本保险公司的规章制度的晦涩难懂的细节中。

日本的人寿保险公司只被允许对投资收益的红利进行分配。已实现的资本利得或损失应归入储备和资金账户，而不在计算红利的收益范围之内。在这种古怪的制度下，决定保险公司可用来分配的投资收益、外汇收入或者损失被忽略了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本保险公司之间通过支付高的红利来互相竞争。他们总是努力地增加投资组合的收益以允许他们保持高的红利分配。双重货币利率就是为此特别设计的。保险公司在投资期内得到了很高的收益，尽管同时内嵌在结构化产品的外汇损失抵消了这种高收益。外汇的损失不计算在收益之内，因此它也不计算在可以分配的收益之内。

如果日元走弱，那么情况会变得更好：保险公司获得了高的收益而且没有遭到货币损失。这就是日本的会计制度。保险公司并不担心他们的投资组合的市场表现，他们使用历史汇率进行记账。因此他们这样做就不足为奇了。

还有其他奇怪的事情。北美的利率很高(10%以上)，比日元的利率要高很多。日本投资者非常渴望高利率；特别的是，他们希望买入零息票债券。对于普通的债券，你得到正常的利息支付；而对于零息票债券，你将在债券期满时一次获得所有的利息。比如说，你有一张面值为 100 美元、年利率为 10%的十年期债券。正常情况下，你会在每年末得到 10 美元的利息并在十年后得到 100 美元的本金。但对于零息票债券，十年后你将获得 259 美元的支付，而期间你不会得到任何利息。这 259 美元是你投资的 100 美元本金加上 159 美元的利息。159 美元是十年内每年的利息以利滚利得到的总额。

这两种债券从你获得的收益上看完全一样，但还是有值得注意的差异。零息票债券对于利率的变动非常敏感，这是日本投资者所喜欢的。如果利率下降，他们就可以获得最大限度的好处。另外，零息债券也有着税收方面的优势：如果你获得的是正常的利息，你需要纳税；而对于零息票债券，你今天付出 100 美元，十年后得到 259 美元。这 159 美元是属于收入还是其他的什么，这完全取决于你所在的地方。在当时的日本，这 159 美元是资本利得并且是不征税的。这就对投资者更有吸引力——免税的收入。

这就很好地解释了为什么日本投资者这么喜欢美元零息票债券并且大量购买。日本财政部开始对这种非常明显的避税方式表示关注。解决的方式带有明显的日本特色：财政部公开表示他们希望投资者限制在零息票债券上的购买。于是投资者同意了。这就是日本人的方式。

日本财政部开始对这种非常明显的避税方式表示关注。解决的方式带有明显的日本特色。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在双重货币债券中，如果你忽略掉日元息票，那么实际上你持有的就是美元零息票债券。日本投资者买入双重货币债券，卖出日元的部分保留美元的零息票部分。这看起来非常得不错。

高尔夫假日

双重货币债券和澳大利亚似乎永久有联系。日本人和这个国家有着很奇怪的关系。在第二次世界大战中，他们曾经试图吞并它；而在战后，他们又试图买下它。

日本是澳大利亚最大的贸易伙伴国之一。澳大利亚将原材料送出去然后拿回工业制成品，它也是非常受日本旅游者欢迎的假日目的地。旅游者们关注的主要是婚礼(悉尼是日本青年选择结婚去处的第二理想地)和高尔夫。日本人同时也是澳元的主要投资者。

一种广受欢迎的投资方式是逆向双重货币债券。在普通的双重货币债券中，你最后得到的本金是外国货币。在逆向双重货币债券中，你投资的是日元而在到期日收回的也是日元；你得到的利息是外国货币，比如澳元。因为本金并不受货币的影响，逆向双重货币债券的风险更小，只有利息是有风险的。高利息依然像塞壬的歌声一样诱惑着人们。

逆向双重货币债券在日本的保险公司中很受欢迎，这和他们的制度有关。和他们的英国同行一样，他们也需要保证最低的收益率，通常是3%～4%。不幸的是，在日本想获得 3%～4%的投资收益的难度和富士山一样高。

随着“泡沫”经济的崩溃，日本经历了通货紧缩的过程。利率是 0%，股票市场和最好时期相比跌了 80%。资产的价格一落千丈。甚至高尔夫俱乐部的消费——真正的日本经济晴雨表，也明显减少了。3%～4%的投资收益根本不可能实现。

托尼·布莱尔(Tony Blair)抛出了“酷英伦”的概念；克林顿和格林斯潘则猛按萨克斯管，继续谈论“新经济”；日本却深陷于无尽的黑暗中。留着截然不同发型的领导人换了一个又一个，最后也没能成功使经济复苏。对于投资者，唯一的选择就是像逆向双重货币债券这样的结构化产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这当然是有风险的，但保险公司处于要么无所作为迎接死亡、要么有所作为尚有希望的境地。他们做出了所有的理性人都会做出的选择。

日本经济的状态直接导致了令人眼花缭乱的创新。举例说，市场上出现了100年期的可以传递给你的子女的抵押贷款。这赋予了“遗产”一词崭新的含义。

日本的经济官员并不认为这有什么不好。其中一位认为“情况改善了很多”，他现在可以到时尚的银座买西装而不用忍受以往的拥挤。普通的日本人并不同意这个观点，他们在银行的存款只能获得0%的利息。为了获得其他的收益，他们将目光投向了国外和结构化产品。逆向双重货币债券就这样进入了普通日本投资者的生活。

根据以往的方式，债券取了一个新的名字——“高尔夫假日债券”。这个名字的创意来自你所接受的澳元的利息；你的投资永远是日元，因此你的本金并没有承担风险。如果你有到澳大利亚过高尔夫假日的习惯，那么债券对于你来说正是一个完美的货币对冲。你只需使用澳元的利息来支付度假的费用。日本各家证券公司的推销员骑着自行车在东京郊区的潜在客户间来回穿梭，兜售产品。这一举措一定很成功。与澳元相联系的双重货币债券立即流行了起来。

典型的逆向双重货币债券是十年期的，息票利率是处于中间的个位数字(大约4%～6%)，这和日本徘徊在0%的利率形成了鲜明的对比。你可以做一个风险分析：如果澳元对日元价值下降，投资者们会有损失。假设你买债券的时候1澳元可以兑换118日元，即使澳元有一些下跌你仍然可以没有亏损——因为你获得了如此高的利息。通常你在澳元下跌6%～7%的情况下仍然会比你投资日元要有利可图。在那样的汇率下，这就意味着在十年末1澳元可以兑大约56日元。

现在，澳大利亚的表现开始超出人们的预料，并且这种英勇体现到了所有的方面。在2004年底到2005年初的东南亚海啸大灾难中，澳大利亚疯狂地试图成为最慷慨的救助者。在逆向双重货币债券中，这种英勇的表现更加疯狂。人们本来认为澳元会用十年时间从118日元达到56日元。事实上这一切只用了四年的时间。毫无疑问，澳元表现超常了。投资者们现在的表现就不行了，他们在逆向双重货币债券上的投资按市值计算显示出了大额的亏损。

日本的投资者只是加倍的买入。假设澳元在118日元的位置买入是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不错的决定，那么在 56 日元的位置买入更是个好机会。他们做的是对的。澳元最后回升到了 80 日元。投资者们赚了钱。无论如何，即便情况再糟糕，他们可以多度几次高尔夫假日。

洪 水

20 世纪 90 年代，结构化产品已经广为人们所接受。需求越来越大，从交易商那里喷涌而出的产品变成了一场大洪水。“新”的结构化产品每周都有出现，当然它们并不是新的。我们一直使用的只是一些基本的产品——逆向浮动利率证券、延期重置互换、货币挂钩债券以及其他的一些工具。目的总是一样——发现投资者愿意承受的风险，然后利用这种风险给他们带来比别处更高的收益。

不同的产品流行于不同的时期。市场上出现了一种区间债券（range notes），也叫做区间累计债券或走廊债券（corridor notes）。对于这种债券，当市场利率处于某个区间内投资者可以获得很高的利息。比如说，如果美国利率在未来的三年内保持在 3%～6%之间。如果利率跳出了区间，那你就获得 0%。你可以将这种债券和其他任何事物进行联系——货币、黄金价格、股票价格以及任何你可以想到的事物。日本人喜欢使用高尔夫命名法，称它们为“球道债券”（fairway bonds）。你需要将球直接打到球道的中间，左旋球或者右旋球都是致命的。

市场上还出现了一种目标赎回票据。对于这种债券，你的投资期将是十年——除非你的利息收益提前达到了某一个预定的值，比如说累计达到 13%。你第一次收到的利息支付是 10%，而当时的市场利率很低，大约 1%左右。剩下的九次利息支付采用一种和逆向浮动利率证券类似的方式：3.5%减去市场短期利率。

只要利率没有上升，你的收益就不会太差。举例说，如果利率保持在 1%，第二次的利息支付就是 2.5%（3.5%减去 1%）。这意味着你收到的总的利息收益为 12.5%。一旦你收到的总的利息收益达到了 13%，交易结束；这时你可以拿回你初始的投资。

风险就是利率可能上升。如果利率上升到 3.50%以上，根据公式，你将得到负的利息。实际上，交易商会慷慨地仅仅不给你利息而已，0%。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你买了目标赎回债券，你就应该祈祷利率保持在低水平——这样你就可以得到不错的收益，并且可以很快地收回你的投资。如果你的祈祷没有得到上帝的回应，那你在十年内就只将得到可怜的 1.06%。

市场上还出现了延期重置互换（像印度尼西亚人做的那样）、雪球（snowballs）和顺势债券（momentum notes）。不断延长的产品目录让人晕头转向。进行选择变得越来越困难，因为每一个交易商对同样的产品称呼不同的名字。这就需要一些时间来发现它们到底是什么。

很多的结构化产品都有追求时尚的因素。我认识的一个银行家买入了一些目标赎回债券。我问他是否认为利率会保持在低的水平。他说他并没有这么认为；他只是喜欢第一次支付的高额息票："百分之十！今天你在哪里可以得到这么高的利息！"那么利率上升的风险呢？难道他也和西春一样"熟悉情况"？至少他并不穿青绿色的衣服。他承认他买入债券是因为他在私人银行的同事告诉他这是个不错的买卖——所有其他的人都在买。

大部分目标赎回债券是在 2003 年和 2004 年发行的。到了 2004 年后期，美国利率开始上升。目标赎回债券的收益开始慢慢地减少了。现在每个人都在寻求卖出的机会。但唯一的问题是你将不得不承受巨大的损失才能脱身。对于那些买了目标赎回债券的人来说，不再有什么赎回了。

权利属于人民

在结构化产品业务上长期存在的问题就是竞争过于激烈。产品的周期简单而残酷：一个人想到一个好的点子，做了几笔交易，赚了一些钱。然后，所有人都知道了这个产品是怎么做的。他们开始做同样的交易，他们在价格上进行竞争，利润下降了。于是周期再次开始。

你不能保护你的知识产权，每一个点子都被无耻地剽窃。客户们也没有任何有关机密的概念——你将私有的信息告诉客户就等于在记者招待会上进行宣布或者在互联网张贴公告。

在新兴的市场，没有任何知识产权和机密性的概念存在。在韩国，一个银行家被投资者要求将方案直接传真给他的竞争对手。投资者希望得到竞争对手对结构化产品的报价——如果他们直接拿到方案，事情的进展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会快得多。这个银行家，一个美国人，一下子惊呆了。他还是习惯于过去的那种方式——客户收到条款后分别地将它们传真给竞争者；当然，他们可能会将原来投资银行的名字隐藏起来。

剧烈的竞争压力意味着最后结构化产品的利润下降。交易商们不得不承担更大的风险才能获得足够的收入。

昔日无处不在的双重货币债券又回来了，只是有了一个新名字——反向动能双币债券(power reverse dual currency，PRDC)。人们对反向动能双币债券到底是什么意见并不一致。当不同的投资银行销售它们的时候会有不同的版本。

交易的实质就是一种息票对货币的运动具有杠杆效用的债券。息票可以由如下有用的形式给出：

Maximum[C(US$)×Notional(US$)×(FX)/Strike－C(yen)×Notional(yen);0]

式中：

C(US$)——美元息票利率(每年 10.50%)；

Notional(US$)——日元名义本金以债券发行日的即期汇率换算得到的名义美元金额；

FX——息票支付时美元兑日元汇率；

Strike——交易时双方商定的美元兑日本汇率；

C(yen)——日元息票利率(每年 6%)；

Notional(yen)——日元名义本金的金额。

如果你没有因为公式而分心并且进行了仔细的观察，你就能发现它是怎么操作的。投资者投资的本金没有货币风险的问题，这个问题只在支付的利息上存在。投资者得到外国货币的固定息票(通常是用美元或者其他的高收益货币支付)而支付日元的固定息票。值得欣慰的是，息票不可能是负的。

这样的结构表明投资者的收益受到美元对日元汇率波动的影响。如果日元保持在初始投资时或者更弱的位置，他们就将获得高的利息。投资者对日元未来的走势非常关注。

技术上讲，投资者是在交易货币期权——相当于买入了一个外国货币上的看涨期权并卖出了一个日元上的看涨期权。结构是杠杆性的。较高的外币息票利率和较低的执行汇率增加了该结构化产品的杠杆效用。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于一个给定的息票，杠杆效用会随着外币与日元间价差的降低或执行汇率的降低而增加。

这个结构化产品也是可以提前赎回的，通常在一年或者两年后，每一年有一次选择赎回的机会。尽管 PRDC 最终的到期日是 30 年后，但可赎回的条款意味着债券的发行者可以在一年后或者其他什么时间提前偿还所有的投资。这种可赎回的特征被称为百慕大期权。它是所有期权中最难被定价和对冲的一种。

对这种诡计的公认的术语是“金融工程”。

可赎回的条款是一种诡计。对这种诡计的公认的术语是“金融工程”。PRDC 不是真正的长期结构，它是为了短期的交易而设计的(一年或两年)。每个人都希望发行人在第一个赎回日就赎回债券。发行人支付了很高的利率；除非利率下降很多，他们才会赎回债券来降低成本。现实中，这种决定取决于交易商。这相当于一回事。债券的期限将不会超过大约一年的时间。这真是个伟大的理论。

所有的人都很开心。投资者们获得了一年或者两年的高投资收益(比他们正常情况下的收益要高 3%～4%)，而只承担了很小的日元可能对美元升值的风险；债券的发行者获得了一年或者两年的便宜资金；交易商们则赚了大钱。对交易商来说还有额外的好处：交易是短期的。当它们到期时，那些开心的投资者只会买得更多。交易商收取了更多的费用。PRDC 让你发大财的时候到了。

单在 2002 年就有 200 亿美元的 PRDC 被发行。然后，开始出事了。事实上这是好消息——日本经济在经历了数十年的停滞后开始复苏了。任何增长都好于 20 世纪 90 年代的负增长，经济甚至出现了一点点的通货膨胀。这对于日本是个好事情，但是对于 PRDC 业务却是一场灾难。

日本的利率开始快速地上升：十年期利率从很小的 0.45% 上升到了惊人的 1.7%(四倍)，30 年期利率从 1.1% 加倍为 2.2%。日元开始了对美元的强劲升值。同时，美元也随着新经济的轰然倒下大幅贬值了。

PRDC 没有被赎回：人们希望的一年或者两年的交易一下子成了 30 年的买卖。越来越强的日元意味着原来的高利率现在降为了 0%。交易的情况很不妙。在他们旧的会计准则下，日本的投资者并不用理会这种未实现的亏损。但现在按市值计算的制度对他们进行了约束。日本的投资者面临着一个欢乐的前景：不支付任何利息的 30 年的投资。这真是幸福

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时光！

债券的发行者也不开心：因为债券没有被赎回，他们现在有了一个30年期的信贷风险；交易商对所有的风险进行了对冲并提供给他们便宜的资金。他们想从交易中脱身；因为他们只有一年到两年的信贷额度，而不是30年。他们没有办法脱身。

交易商们是所有人中最不开心的。PRDC业务就像一条单行道。投资者想要获得高额的收益，发行者希望得到便宜的资金。交易商们不得不设法处理其中的风险。进行完全的对冲是不可能的，交易商们也承担了巨大的风险。

交易PRDC的投资者们只是在买入和卖出期权。这些期权的交易最终都进入了交易员们的工作簿并且理论上是30年的。交易员们需要交易30年期的期权来对冲他们的头寸，但是市场没有那么长期限的日元/美元货币期权。对冲将非常困难和昂贵。因此交易商们买进短期的期权，当它们到期的时候再进行转滚。利率期权的对冲也很困难和昂贵，大部分的交易商只能粗略地进行对冲。又是英镑互换期权的游戏。

进行的对冲都是假设PRDC将在第一个赎回日被赎回，这通常在一年或者两年后。这使得对冲很容易；很大程度上，你可以忽略赎回日以后的情况。交易商们没有进行完全的对冲。唉，每个交易商都有着同样的头寸，现在他们也需要处理同样的风险。

当利率上升、日元走强以及PRDC产品没被赎回，所有的地狱大门都打开了。投资者和债券发行者失声尖叫，交易商们也非常痛苦。他们都没有得到保护。当所有的交易商在同一时间抢着对冲时，价格变得对他们很不利。风险对冲费用之昂贵变得骇人听闻。他们精疲力竭、损失惨重。

所有的地狱大门都打开了。投资者和债券发行者失声尖叫。

对于这一切，没有人会不为所动。根据完全退出市场的交易商数目你就可以看出溃败的迹象。在一份简明的新闻发布稿中："我们已经重新评估了我们在PRDC市场上的头寸。我们重视最近日本市场上发生的一系列事件。鉴于这些情况，我们不再强调我们对PRDC市场的参与。我们相信，其他的市场有着更好的机会来配置我们的资金和资源。我们现在的头寸将被保持。现存的投资组合是有利的和被谨慎管理的。"没有人会被他们愚弄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PRDC的失败是对金融市场基本定律——风险守恒及其推论苦难守恒的一个警示。风险守恒的原理表明风险量是不变的，它不能被减少，只能在市场参与者之间互相传递。接下来就是苦难守恒。苦难的量是不变的，它也只能被传递。交易员们的诀窍就是避免持有风险并因此结束苦难。在PRDC的例子中，交易员们没能将风险传递出去。他们得到了他们的那份苦难。

垃圾回收

任何买卖都有诀窍。重新包装(repackaging)通常简写为repack，是金融工程和结构化产品的主要工具之一。重新包装的思想来自于“虚荣”债券(vanity bonds)的发行。该词来源于“虚荣或者自行”发行，而古老的虚荣发行是好事。不幸的是，虚荣债券都是些“蹩脚货”。

“虚荣”债券的发行者通常是一家希望通过发行债券来显示其声望的公司。他们怀有建碑立坊、留名后世的想法。问题是投资者们不愿意购买他们的债券。最后往往是负责销售的投资银行不得不自己买下所有的债券。衍生品交易员们突然想到一个绝妙的点子来解决这个难题。发行者的业务银行通常会很乐意贷款给这些公司，他们之所以不能买债券是因为债券支付固定利率。银行更喜欢支付浮动利率的贷款。这种不匹配就为“资产互换”(asset swap)创造了机会。

资产互换对债券进行了重新包装。你将利用衍生品对利率(固定的或者浮动的)，或者货币，或者两者同时进行转换。比如说，你可以使用资产互换将固定利率债券的利率转换为浮动利率。

假设交易商拥有价值1 000万美元有效期为三年的固定利率美元债券，息票利率为每年8.00%。一家银行想要购买该债券但是希望利率是浮动的。交易商就在将债券卖给银行的同时和银行签订一份利率互换协议：银行将它从债券中获得的8.00%的利率支付给交易商；反过来，交易商支付给银行浮动利率。互换允许银行将固定利率的美元债券转换为收益为LIBOR加上0.75%/年的浮动利率资产(像银行贷款一样)。交易的过程如图7.1所示。

资产互换就像魔术一样；它使得交易商可以对任何垃圾进行重新包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

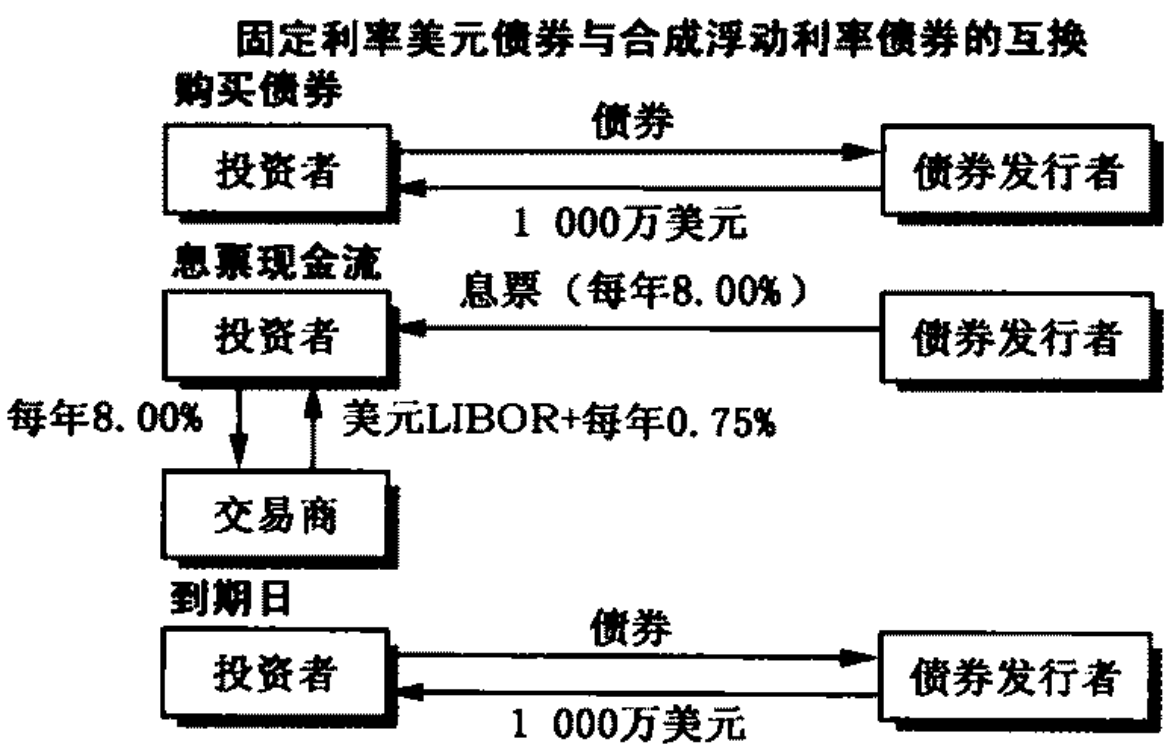

图 7.1 资产互换

装，将它们从一个市场转到另一个市场直至找到归宿。这是个很简单的诀窍。不幸的是，很多投资者不能进行互换。1985 年，一家现在已经不存在的英国投资银行——希尔·塞缪尔银行的聪明员工们想出了一个巧妙的计划。这是有史以来首个公开的重新包装载体以及真正意义上的重新包装业务的开端。

英国政府为筹集 25 亿美元的款项发行了七年期的浮动利率债券。债券将支付投资者三个月的美元伦敦银行同业拆入利率(LIBID，低于 LIBOR 0.125%)。整个交易实际上是三年。英国政府可以在三年后选择赎回债券，投资者在三年后也可以将债券还给英国政府并要求偿还他们的投资。

在发行的消息宣布后，希尔·塞缪尔的销售人员发现投资者对固定利率的英国政府美元债券有着很强烈的兴趣。但当时市场上还没有以美元为面值的固定利率英国政府债券。因此，希尔·塞缪尔的债券和互换交易员开始设计对英国浮动利率债券进行公开的重新包装。

希尔·塞缪尔买入了 1 亿美元的英国浮动利率债券，并将英国债券卖给一家名为无记名欧洲美元抵押证券有限公司(BECS)的特殊目的载体(special purpose vehicle，SPV)。同时，希尔·塞缪尔安排 BECS 和一个互换交易员进行了一次利率互换。在该互换下，BECS 向互换交易员每三个月支付一次 LIBID 并且相应地获得每年 9.375%的美元固定利率。这样做实际上就是将从英国浮动利率债券中获得的浮动利率美元现金流转换为固定利率美元。希尔·塞缪尔然后安排 BECS 发行年息票率为 9.375%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的三年期美元债券。这种 BECS 债券由机构的资产——1 亿美元的英国浮动利率债券和互换合约作为担保。交易的过程如图 7.2 所示。

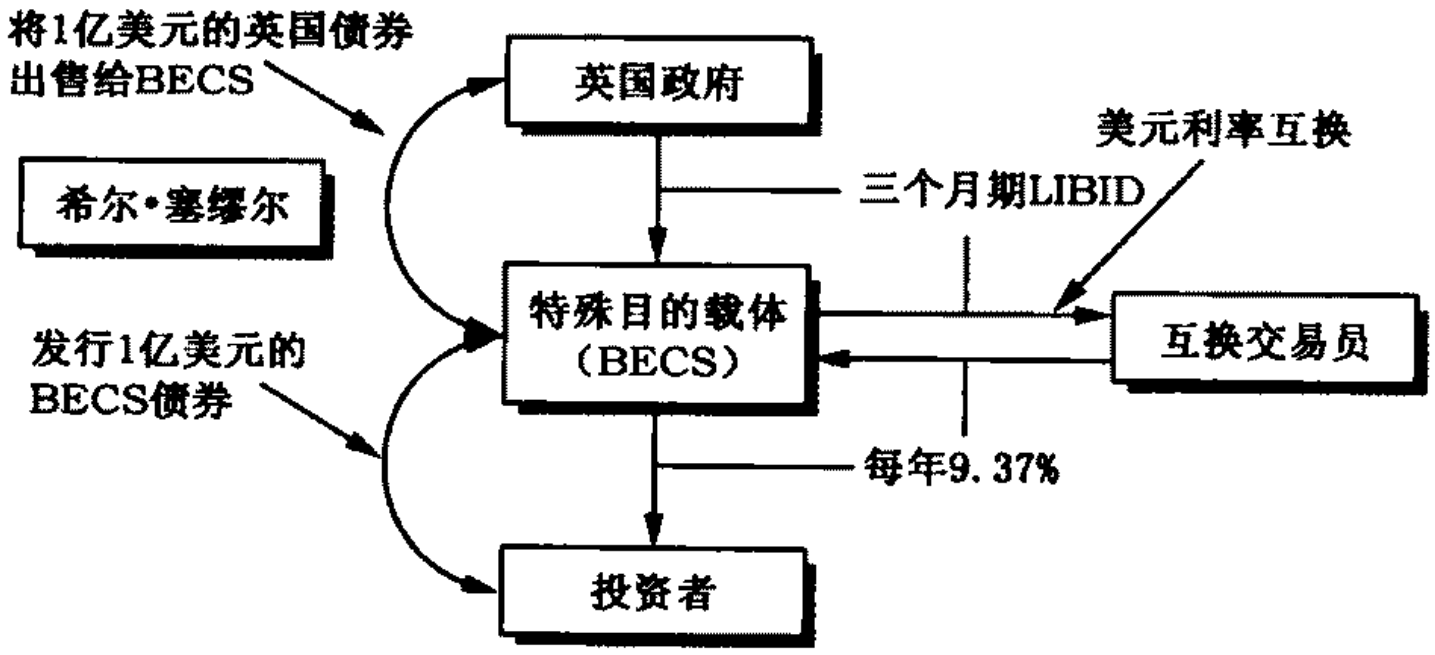

图 7.2 重新包装载体

六听啤酒一包

BECS 债券颇受欢迎，很快就销售一空。投资者们喜欢这个创意。美林证券公司迅速地复制了这一产品并建立了同样的机构——创造性地命名为畅销欧洲美元抵押证券有限公司(MECS)。重新包装的时代来临了。

在接下来的几年内，这种结构不断地被复制。J. P. 摩根(当时是摩根担保公司)创立了“星条旗”(Stars and Stripes)，信孚则发起了信托责任参与证券(Trust Obligation Participating Securities, TOPS)。毫不奇怪，重新包装载体的最佳命名奖当属法国——巴黎银行的资本市场部门发起了意大利共和国欧元重新包装资产有限公司(戏称“法拉利”)。结构化产品业务在 20 世纪 90 年代真正起飞了。具有讽刺意味的是，橘子郡在其中起了一定的作用。

大量的橘子郡的资产组合不得不被抛售，却没有人愿意购买这些逆向浮动利率债券。它们是“有毒”的，因此不得不进行重新包装。一家投资银行创立了载体 TIERS。这个载体买入了橘子郡的债券然后使用衍生品交易对结构进行重新整理。TIERS 进行了利率互换并卖出了一个利率项，这正好将起初创造逆向浮动利率债券的衍生品进行了反转。新的对冲将逆向浮动利率债券转换为支付固定利率或者浮动利率的正常债券。这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是金融工程的一种方法——逆向工程。

改变了结构后的新债券被卖给了银行和投资者，它支付非常有吸引力的利率——LIBOR 加上 0.05%～0.25%。逆向浮动利率债券的发行者都是最高信贷等级的——AAA 级。对于这样的风险，收益已算非常得不错。这是最好的回收利用了。交易商和投资者在“回收”的债券上的行为就像是一帮强盗。

橘子郡的重新包装业务无形中推动了重新包装载体的发展。交易商们开始使用它们来设计新的结构化产品而不仅仅是使用它们来重组旧的交易。与过去使用一些借款机构来发行债券不同的是，他们开始通过重新包装载体直接发行。这么做的动机非常简单，交易商们可以为自己保留更多的利润。

基本的模式总是一样：投资者们想要做一些事情，交易商们就用市场上可以获得的元素来设计结构。如果你今天希望得到一份逆向浮动利率债券并且告诉了交易商，他们就会设计出条款，你只需同意细节。然后他们会从市场上买入一种你所认可的某家公司发行的普通债券。他们将债券贴给载体，然后安排衍生品交易。对于一份逆向浮动利率债券，包装载体要做的是：将进行一笔利率互换并买入一份利率顶，然后对你发行债券。你投资的钱用来支付交易的费用，而你将得到所有债券的利息和衍生品的收益。这就是结构化产品世界的“干啤”——随取随用。

交易商们拥有他们自己的载体。有特殊目的资产重新包装公司(SPARCS)、结构化票据资产包裹(SNAP)以及个性化重新包装资产载体(CRAVE)等等。交易商们之间的竞争使得他们各自为自己的载体选取不同的名称。一个英国结构化产品专家就像是一个野心勃勃的独裁者。他将他的载体命名为伯爵(EARLS)、王冠(CROWNS)、小王冠(CORONETS)。

所有的基本要素和在最初的 BECS 交易中所使用的完全一样。关键就是将特殊目的载体注册在避税天堂，通常是开曼群岛或者英属维尔京群岛。结构必须是“独立子公司”；也就是说，投资银行并不拥有这些公司。因此它是“不破产的”：无论投资银行发生什么情况，你的钱都是安全的。

这些证券通常是由一家仁慈的信托公司管理，其中有一些是真的慈善机构。你支付给他们一笔很少的费用，一笔捐款；他们持有证券。他们并不知道机构是做什么的。投资银行做的是好事，只有你卖出结构化产品的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候不得不做坏事。你甚至可以设立你自己的信托机构。有人就设立了一家“永远疯狂的姐妹”，这让那些关注这家公司声誉的人们着实吃了一惊。

特殊目的载体很大程度上没被很好地管理和控制。今天，成千上万亿的美元投在这些结构化产品上。

投资银行的策略就是设法将这些载体移出资产负债表；它们将不会出现在投资银行的会计账目中。特殊目的载体很大程度上没被很好地管理和控制。今天，成千上万亿的美元投在这些结构化产品上。

不留活口

投资者们一开始对这些注册在外国的奇怪公司非常谨慎。重新包装载体产生了法律和文件风险，交易商们所颂扬的“灵活性”和“独特的全球平台”完全不能让人信服。但在一些邪恶的法律意见的影响下，投资者们上了贼船。“额外的”收益让他们相信了这些。他们不应该这么着急。担心的人原本应该是那些交易商们。

交易商们努力地降低成本来提高利润。在理论上，你可以为每一笔交易设立一个特殊目的载体，但这样做的成本太高且难以管理。因此交易商们只使用一个载体，这意味着一家载体可能会发行成百上千的结构化产品。这就是所谓的“项目”发行者。

问题是如何分开同一个项目发行者名下的属于不同交易的资产和衍生品的资产池。律师们设计了一系列抵押、费用和无追索权条款来为每一个结构化产品创建不同的资产池。无追索权条款表明投资者同意对载体的其他资产和衍生品只有有限的追索权。这就构建了一道“防火墙”。律师们提供了积极的意见。但没有人真正知道这些安排是否确实被执行。

在亚洲金融危机之后，一家法律公司希望我帮助他们处理一些事务（金融危机对于律师和咨询顾问们来说是一件好事）。他们接受了一个不满的结构化产品投资者的委托代理。随着货币体系的崩溃，该投资者损失了大部分的投资。他们现在声称他们不知道其中的风险，是交易商，一家著名的投资银行，当初误导了他们。

我仔细阅读了文件：这个投资者的要求没有任何基础。他们进行了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次赌博并且输了，这是一个很简单的酸葡萄的例子。交易商可能没有像他们应该的那样强调风险。毕竟，他们是试图将产品卖给投资者。我向律师解释说他们的客户是自寻死路，交易商只是在旁帮了一把。我不认为他们有赢的机会。他们的客户最应该做的就是努力让交易商相信是他们促成了这一情况，这样或许还有机会挽回一些损失。

我们开了几次会议，交易商的态度很强硬，我们已经到了放弃的边缘。还有一次最终会议，如果还是没有任何进展，我们就选择放手。会议令人不快。嗅到了胜利即将到来的气息，交易商的律师们开始变得咄咄逼人，并且对我们进行人身攻击。律师和顾问专家都是有原则的，我们并不喜欢被别人叫做“垃圾”。

法律上，我们处于弱势——现在该是我们运用“确保互相毁灭”战略的时候。我们最终又安排了一次会议，声称我们有了新的证据。他们怎么会知道我们没有呢？我们将使用恐吓策略：如果我们是垃圾，那么我们就来证实他们的观点。在会议上，我们提出了我们的立场：我们的客户将告上法庭。并且为了显示我们的决心，那天早上我们拿出了几份准备向法庭出示的文件。结构化产品是由一家项目发行者发行的——我们将挑战“防火墙”。我们将提出对该实体的其他资产的索求权。他们语无伦次地说：“你们做不到的。”我们回答道：“不，我们可以做到，并且我们马上就会这么做。”

他们没有立即明白我们指出的问题所在：如果我们起诉这家实体并且忽略了“防火墙”，那么这家机构发行的所有其他结构化产品将受到影响。所有其他的投资者将得到通知，他们将加入法庭的审理程序来保护他们的资产。我们知道有着成千上万的投资者。交易商将会非常不开心。

交易商的律师们这次使用了新的词汇，包括“敲诈者”。他们现在慢慢地知道了我们是多么的疯狂。我们可能会输掉诉讼，但是交易商和他们的客户将被拖进无止境的艰难的诉讼程序。他们的重新包装载体的所有“品牌资产”将遭到破坏。毫无疑问，我们没有兴趣接受俘虏。

在一个星期内，交易商给出了一个解决的方案。最后，那个投资者挽回了大部分的损失。这很大程度上并不是应得的。

大约在六个月后，我们的律师又接到了一个类似的案子，还是上次那家投资银行。我们和交易商开了一次会议。当他们看到我的时候，所有的律师都露出了极度沮丧的神情。“你是来敲诈我们的，是吗？”既然我们知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道游戏的规则，那么我们可以使用上次同样的方法。我们直奔主题。我们的律师面带微笑地说着，“如果你们已经知道我们将要说什么，那让我们开始讨论一下支付的金额好吗？”

几周以后，我接到了这家交易商打来的电话。他们喜欢我，认为我可以为他们的结构化产品业务“增加价值”，尤其是在销售方面。他们给我安排了一个收入非常丰厚的长期职位。我和他们见了面。这太有趣了。我没有接受他们的工作并且从来没有这样想过。长期雇员的职位只是为了保证我不能再和他们作对。即使垃圾也有原则。

普通嫌疑犯

随着时间的演进，结构化产品开始经历任何买卖都会经历的过程——开始从非标准到标准化。用行话说，它们现在成了“产品”。对于现在什么产品是“结构化的”或者是“奇异的”，人们有着很多的争议。当价格成为交易商们竞争的主要手段时，产品的利润就下降了。聪明的投资者狡猾地让他们互相竞争以获取最大的好处。

交易商们开始寻求新的途径来提升利润。他们开始直接将产品出售给零售客户，传说中的寡妇和孤儿。他们的零售客户现在是高资产净值人士(HNWI)和“大众富裕阶层”，这当然是矛盾修辞法。结构化产品商人开始深入郊区和商业街中的购物中心。这种做法很有说服力——你的顾客越不精明，你的利润就越丰厚。简言之，你可以在他们不知情的情况下狠狠赚他们一笔。

在不考虑税收的情况下，欧洲的个人投资者担心的是减少的投资回报。欧元的出现带来了新的机遇。意大利、西班牙以及葡萄牙的投资者不得不对收益的突然下降进行调整。传统的两位数的利率现在下降到可怜的个位数。那些曾经急切地购买其他国家的高收益证券的欧洲人现在也不得不进行调整。亚洲的投资者则因为对本国货币将崩溃的恐慌而想要持有美元。美元的利率是很低的，尤其是和本国货币相比。结构化产品是唯一的选择。

有一天，我去一家新加坡的银行兑换我的旅行支票(在旅行金融的选择上我还处于“前网络”时代)。排在我前面的女士有一笔到期的存款需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行转存。当时新加坡元的利率是可怜的0.5%，那位女士显然不是很高兴。银行的职员向她建议了衍生品。

“您可以买一种支付4%利率的特殊的结构化存款产品”，他们做了有益的建议。这提起了我的兴趣。这种存款将允许女士使用新加坡元进行投资。期间她会获得4%的利率；在六个月后，银行将用新加坡元、美元、英镑或者澳元的一种偿还投资者本金。每一种货币的数额是在今天进行确定并且银行可以选择它将支付给投资者的是哪一种货币。

这种存款并不是真正意义上的存款，它是一种带有复杂货币期权的新加坡元存款。银行将选择所有商定的货币中最弱的一种进行支付。每一种货币的金额基于投资者存款时的汇率。最好的情况是投资者收到和当初投资等额的新加坡元，而最坏的情况是她收到一笔外国货币。当外国货币的金额以真实汇率转换成新加坡元时，那将少于初始投资的金额。

投资者得到的高额收益来自他们卖出期权应获得的期权费。这是一种奇异期权——称作“四色彩虹”或者“四者中最差的”期权。对于投资者，彩虹尽头的那罐金子取决于新加坡元对其他四种货币的表现。我并不喜欢她的这种机会。

那个女士对产品非常感兴趣，眼前的高收益非常具有诱惑力。销售人员像一名有经验的斗牛士，他施出了绝杀前的最后一招：“您有孩子吗？”女士点了点头，她有一个儿子。“我确信您希望您的儿子将来可以到国外读书。”女士又点了点头。“这个产品完全适合你。你可以使用这笔钱来支付您儿子的学费。您的儿子将来可能会去美国、英国或者澳大利亚。您还不知道。额外的利息会对您有所帮助。”女士表示同意，她发出了结束的信号。这笔交易已成定局。

2004年，花旗银行在日本的私人银行业务被日本金融服务管理局(FSA)关闭了。金融服务管理局发现了他们存在大量的违规事件，包括误导日本的有钱客户购买结构化产品。根据金融服务管理局的报道，花旗银行没有对产品中的风险进行充分的解释，他们向投资者暗示了不切实际的回报率，他们以“不道德的方法”销售产品并赚取了大额利润。私人银行还违法向客户销售未经批准的衍生品。花旗银行也没有对客户是否适合购买衍生品进行评估。

吸取瑞士信贷第一波士顿在“土巴斯”交易中灾难性后果的教训，花旗集团的高层人员飞往日本进行道歉。人们对首席执行官查尔斯·普林斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Charles Prince)是否会公开鞠躬以表示真诚谢罪有着很多的讨论。这是日本传统的公开表示道歉的方式——如果在鞠躬时带有无法控制的哭泣会更加有帮助。传统的切腹自杀也是我们所知道的一种方式。人们认为一家美国代表性公司的负责人如果按照这些要求行事将是不可接受的。

最后，查尔斯深深地鞠了一躬，眼睛看着地板；他表示了谢罪——但毫无效果。可能哭泣或者切腹会更有帮助。花旗集团的大量高级职员被迫离开了公司。他们中的一位曾被视为集团未来可能的首席执行官，一个新国王的有力竞争者。黑暗之中总有一线光明，花旗银行开始寻求“在日本市场重建信任”。

我还是会经常想起新加坡银行的销售人员所说的那笔“完全适合”的业务。我深深地为那位女士儿子的命运而担忧。当他母亲的存款由于汇率的变化而被支付不同的货币时，他是否要在不同的国家之间来回奔波？当我想到可怜的孩子们的教育和个人成长是与货币市场的变化无常联系在一起时，我非常痛心。

20 年来，结构化产品业务仍然是一个没有疆界的行业。20 世纪 80 年代，著名的资本市场杂志《国际金融评论》(IFR)取笑整个业务只是“愚人节的笑话”。文章的作者构想了一个与日本的河豚鱼公司有关的结构化产品交易的例子。河豚鱼是一种传说中的美味，但如果处理不当则会致命。结构化产品也一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章　股票和股票相似物

——不公平的衍生产品

20 世纪 90 年代，我正在投资股票，我只是跟随着大众的投资方向——股票衍生品市场当时非常红火。成为新一代富豪的美好前景吸引着交易员们都冲向权益(equity)类结构化产品。于是我很快明白了什么叫“不公平”(inequity)的衍生产品。

我以前是做债券交易的。在债券市场上你拿钱出来购买债券，你知道你将获得多少利息，债券到期时，你拿回你的本金。而说到股票，唯一相同的地方就是你一样得掏出钱来。你不能确定公司一定会发红利，而且也不知道会发多少红利；这完全是不确定的。甚至，你永远都不能收回你的投资。如果你想收回你的投资，你就需要找另外一个赌徒来买你的股票。公司可以发行新的股票，这将降低你手中股票的价值。他们也可以回购股票，或是改变你拥有的权利。甚至当发生了某些问题时，每个人都比你先得到偿付，你是这个队伍里的最后一个。

说到炒股赚钱，就好像全和内幕交易有关。内幕交易是非法的，但这只是在你被发现进行内幕交易的时候。一个不相信有效市场重要性的印度股票经纪人对如何在股市上赚钱有很坚定的看法。他对我说：“先生，如果没有内幕交易，我们将如何赚钱？请你告诉我。”

股票的一些奇怪特征对权益类衍生产品都会产生影响。这包括很多变化的部分。你必须注意“稀释”的风险(发行股票数目的变化)，特别是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你必须密切关注红利(发放多少、何时发放以及怎样征税)。再者就是交易所针对股票交易制定的种种规则(当你可以卖空的时候)。现在的世界充满了新的未知,但是对于那些知情人而言,存在着无数的机会。许多这样的机会是由在权益市场里跌跌撞撞的门外汉提供的。

最近我看到两家知名的银行间做了一笔5年期的股票期权的有趣交易。交易双方都在这桩交易上赚了一笔。这在衍生品交易的零和世界中是不可能的。但是只要预期的红利的发放金额或者征税方式有了一些改变,权益类衍生产品就能让你想赚多少就能赚多少—— 一个交易员的梦想实现了。更棒的是,这只是其中的一种技巧。权益衍生产品交易员的口袋里还有许多其他的伎俩。其中一些将在后面的章节中提到。

十亿美元宝贝[1]

据说在20世纪90年代,伦敦的银行在股票衍生产品上损失了将近十亿美元。这都与税收有关,特别是红利的征税。

在英国,国内税收法扣留了本土公司支付给国外投资者的红利的10%～15%,这在英国称作"源头扣除"。理论上讲,外国投资者返回本国可以拿这项扣除税金来抵消他们税单上应缴纳的部分税收,但更可能的是,他们将完全损失这一部分收入。税务当局对此反应很冷漠。他们不会因为你交税给国外某些人就因此减少你在本国应缴纳的税款。如果投资者不交税,他们不能收回那笔作为税收被扣除的钱,但是也没有别的办法可以弥补这笔损失。

英国的投资者还可以获得一项税收优惠。当他们获得红利时不必再交税,因为他们已经支付了收入税。这意味着股东的股息也不必缴税。红利税率和公司税率是一样的。这就是"预付公司税收体制"。这种设计是出于避免对公司的赢利重复征税。但是这项税收优惠只对英国的投资者适用,外国的投资者不享受这项待遇。

交易商于是开始想办法来纠正这种税收上的不公平,这包括下面几

[1] 编辑注:十亿美元宝贝(Billion Dollar Baby)系仿照电影《百万美元宝贝》(Million Dollar Baby)起的题目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步：

- 外国的投资者将股票卖给交易商。
- 外国的投资者从交易商那购买某个公司的股票期权。这些期权赋予投资者买入英国股票的权利。这些期权都是深度价内的期权。也就是说，这些期权是设计出来被执行的。这实际上就相当于你拥有了股票，当然，现实中你拥有的只是期权。
- 卖出期权的交易商来自英国。他们购买英国公司的股票以对冲相应的期权上的风险。

外国的投资者不再从英国的股票中获得红利。在持有期权的情况下，投资者只能获得期权执行价格之上的那部分股票价格上涨的收益。期权获得的任何收益都是以现金支付的。整个安排确保没有任何的税收扣除。发行期权的银行获得了红利，并且由于它是本土的公司，所以没有税收的扣除。交易商也获得了税收优惠。简言之就是获得了红利免税。

这些安排的关键就是期权的价格。我们不妨假设股票的价格是 100 英镑。假定期权的有效期是五年，执行价格是 25 英镑。25 英镑是五年后的价格，贴现到现在大约是 16 英镑。股票的价格只有跌幅超过 80%以上，投资者才不会执行期权。所以这些期权是非常有可能被执行的。这就是交易商所说的 Δ 为 1 的期权（希腊字母 Δ 等于 1 表示确定性）。外国的投资者不再拥有股票。但事实上和拥有股票没有差别。拥有期权头寸和拥有股票头寸受价格波动影响是相同的。

这里的技巧就在于红利。如果你拥有股票，你就得到红利；如果你拥有期权，那么你不能得到红利——拥有股票的交易商获得了红利。为了弥补投资者的红利损失，交易商降低了期权的价格。你将期权有效期内的所有红利进行贴现计算出现在的价值，然后用今天的股票价格减去这部分价值。

在英国的税收体制下，交易商获得的红利是免税的。所以在期权定价中，红利应该是“税前等值红利”。税前的红利等于红利除以（1－税率）。交易商和外国的投资者分享了税收优惠带来的好处。外国的投资者增加了税后投资收益。这比直接买股票强多了。交易商获得不菲的费用。

如果股票发放 3.5 英镑的红利，英国的税率是 35%，那么税前红利收益就是每年 5.38%[3.5%/(1－0.35)]。在实际操作中，交易商采用的税率是 30%而不是实际税率 35%。这意味着交易商得到的税前红利收益是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%。其中的差额就是交易商获得的利润——交易带来的好处。基于上面的假设,外国的投资者将支付 61.45 英镑来购买这个期权。

期权的价格(61.45 英镑)低于现在的股票价格 100 英镑。差别在于五年后支付的执行价格(25 英镑)以及投资者五年中放弃的红利。交易商使外国投资者在期权有效期内获得了红利收益和税收优惠(最多可以达到使用的未扣除利率的 30%)。盯市的交易商将采用 35%的税率,这样期权的价格为 59.99 英镑左右,1.46 英镑的差别就是交易商的利润(超过交易额的 2%)。

这几乎就跟捡到了钱一样,每个人都想做这样的交易。现实中每个人都可以做,唯一的输家是英国的纳税人。

在这次避税的交易中暗含着一种让人意想不到的讽刺。交易商想出了这种产品帮助他们的客户减少了税收支付。同时他们收取费用,因为赚了更多的钱而获得奖金。但这个国家的税收因此而减少。所以每个纳税人不得不缴纳更多的税收以弥补这项损失。这件事和每个人的储蓄账户都有关系,每个人都要多纳税。

1997 年,英国税务当局修改了红利的征税规则。和其他变化一样,没有人预期到了这次修改。交易商不再享有税收优惠。所有未来的红利都要征税。上面说到的期权价值上涨到了 67.44 英镑。由于交易商是以 61.45 英镑的价格卖出这些期权的,他们因此遭受了很大损失。这些期权都是实值期权,交易商被害得很惨。他们借这些期权赚钱,也因这些期权赔钱。

每笔损失大约是 7.45 英镑(约占 12%)。但事实上,考虑原有的利润,损失并没有这么多。但是利润事先已计算出来了,其中的一部分已经作为奖金发放给了交易员。聪明的交易员不会在做了这笔交易后继续待在原来的公司。经常变换工作也会带来好处。

交易商总的损失大约是十亿美元。听说有一家银行损失了很大一笔钱。

那家银行错过了权益衍生产品中的增长机会,急于在这里面赚钱,就从竞争者那里雇佣了一个一流团队来"增加他们的市场份额"。当然"一流"只是字面意义上的——这个团队由一个前突击队队员领导,据说他将金融市场看成战场,将交易看成肉搏战。

交易商对于红利税收政策的改变无能为力。有人还是想出了资助某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些人进入政府部门的建议。至少这个银行还是有人具备这一领域工作技巧的。新的政府可能将税收政策改回来。这是一种新的风险管理和对冲的方法。

自我套利

你套利的目标应该是其他交易商，但是实际操作中，交易商经常选择他们工作的公司进行套利。1997/1998 年的危机过去之后，资金变得紧缺；即便是不错的亚洲公司也面临这个问题。一家公司有笔贷款即将到期，它求助于一家很大的国际银行，这家银行在经济景气时曾给予该公司很大的支持。意识到了新的环境，它向这家银行提供了更高的利率和抵押品——一家它持有的著名大公司的股票。

但是那个银行拒绝了——“市场环境改变”、“信贷风险限制”、“风险问题”、“不行”。考虑到巨大的损失，他们对亚洲所有事物的热情都已经让位于事后迟到的谨慎，更高回报及更高安全性的投资他们都不会考虑。这个客户被告知银行仍然很“珍视”他们之间的“关系”。

作为一种预防措施，该公司安排了和同一家银行的权益衍生品团队的会面。这次会面就安排在与同一座大楼内的公司银行部门会面之后，只不过在更高的楼层(衍生品交易员通常比银行家们更喜欢看美景，即便只能看到街对面的办公大楼)。

这家公司改变了想法——他们想卖掉手中的股份。“这家银行能做到了吗?”“当然。”这家银行将不会承担任何风险。他们像经纪人一样赚取佣金。这家公司希望在卖出股票的同时买入同一股票的五年期期权。“没问题!”这家银行将赚取溢价，同时不承担任何风险。

这家公司通过卖出股票取得了现金，其中的一部分作为期权价格付给了银行，余下的钱大约是股票价值的一半多一点。这家公司购买的期权都是深度价内的期权。所以当期权到期时，公司极有可能执行这些期权买回原来的股份。这家公司实际上是从银行那里取得了等同于股票价值 60% 的贷款。这是他们一直所期望获得的。

严格说来，这家公司并没有贷款，他们只是做了一笔衍生品交易。很难将这两者区别开来。有时候，形式就是实质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权益衍生品交易员也很高兴，他们不需要信用批准。根据规则，根本就不存在信用风险。然而事实不是这样的。

无论你从哪个角度看，这家银行都是根据股票价值借出了资金。如果股票价格跌得很厉害，那么公司将不会执行期权，而是从市场购买更加便宜的股票。交易商持有这些股票以抵消所卖出期权头寸的风险；如果股票价值下降，那么他们不得不出售这些股票。这只不过是古老的动态套期保值。风险实际上等同于放贷，事实上还要更大。

如果是贷款，当股票价值下降时，银行可以要求公司增加保证金。但是卖出期权时，他们就不能这么做。如果股票价值下跌很快，银行不能对期权头寸及时做出套期保值，它就会遭受损失。如果是贷款，银行可以获得4.00%～4.50%的风险保证金。通过期权，这家公司实际上获得了成本低得多的融资。权益衍生品交易员根本不关心信用风险——他们根本就没有什么风险。

权益衍生品交易员选择了自己就职的银行进行套利。而那家公司同时对衍生品交易员和银行进行套利。正是深度价内期权变出了这场漂亮的魔术。

对别人套利

对于这些“大规模杀伤性武器”，巴菲特有着很不好的看法，他指出总收益互换尤为“邪恶”。

对于这些“大规模杀伤性武器”，巴菲特有着很不好的看法，他指出总收益互换(total return swaps)尤为“邪恶”。一个总收益互换很简单：你并不是自己买股票，而是通过交易商购买并代表你持有。交易商付给你红利或股票价格上涨带来的收益。你同意当股票价格下跌时承担全部损失；你还同意支付交易商购买股票的融资成本，并且支付给交易商可观的差价作为交易商的利润。投资总收益互换的杠杆比率是100%。你不需要任何资金就可实现购买并持有股票的组合。但在现实中，除非你是长期资本管理公司，否则你无法得到100%的杠杆比率。实际上，你需要支付保证金——通常是10%～20%；因此你的杠杆比率只有80%～90%。你可以通过任何资产做到这一点，特别是股票。这就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票互换。

股票互换和深度价内期权是标准的权益衍生产品交易中的手段。你可以将“法律”意义上的拥有同“经济”意义上的拥有分离开来。在这个市场上，各种有趣的交易都是被允许的。

2000 年，法国的传媒业巨头维望迪(Vivendi)，然后是一群可爱的投资银行家，持有了英国天空传播公司(BSB)22%的股票。英国天空传播公司是一家付费电视供应商。维望迪是让·马里·梅西耶(Jean Marie Messier)手中的玩偶，而 BSB 也只是鲁珀特·默多克(Rupert Murdoch)个人王国的一部分。他的核心公司“新闻集团”持有 BSB 公司 36.7%的股份，有效地控制了这家公司。维望迪的命运是欧洲媒体业复杂的重组造成的。关于梅西耶和默多克关系的谣言满天飞，特别是关于维望迪希望影响 BSB 的经营战略。在某些情况下，持有 22%的股份并不意味着你可以对一家公司的战略决策施加影响。维望迪上了痛苦的一课。

维望迪又斥资 340 亿美元收购西格拉姆(Seagram)公司。西格拉姆公司是加拿大一家拥有环球媒体和休闲娱乐产业的集团。欧盟批准了这笔收购，条件是维望迪在两年内卖掉 BSB 公司的股份。维望迪和他的顾问团并没有找到一个愿意持有 BSB 公司股份的战略投资者。没人愿意成为默多克玩偶的一个小股东。

随着出售股票的最后期限的临近，维望迪变得越来越绝望。BSB 公司的股票陷入了重围——人们都预期维望迪将卖掉 BSB 股份，因此做空 BSB 公司的股票。科技、传媒和通信股的繁荣已经过去了。BSB 公司的股价跌了 45%。

这时，德意志银行成了维望迪公司的救世主。它提出的方案是股票互换。这将帮助维望迪将手中的 BSB 公司股票“套现”。德意志银行花了 42 亿欧元从维望迪手中购买了 BSB 公司的股票。然后，德意志银行和维望迪签订了一份为期四年的股票互换。维望迪将从德意志银行获得 BSB 股票上的收益；同时，它将向德意志银行支付利息。

这是个奇迹。BSB 公司的股票在维望迪公司的资产负债表上消失了。这满足了欧盟要求出售 BSB 公司股票的条件。德意志银行持有了 BSB 公司股票，获得了表决权。互换到期时，维望迪筹集 42 亿欧元买回了股票并偿还了债务。维望迪还在 BSB 公司股票上赚了一笔(大约 26 亿欧元)，这使得它可以显示出更好的赢利水平。但维望迪仍然承担了 BSB 公司股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的风险：如果 BSB 公司股票价格上涨，那么维望迪将获利，如果股票价格下跌，维望迪就要承担损失。

对德意志银行来说，这笔交易产生了上百万的费用。维望迪和德意志银行对欧盟竞争规则进行了规避。这就是过去的总收益互换“洗牌”。

收 购

股票互换可以随意让股票消失又重新出现的能力在兼并收购中非常有用。至少当公司咨询专家发现权益衍生品时，会发生如下案例。

1995 年的早期，一家名为特拉法加置业（Trafalgar House）的英国投资公司开始恶意收购北方电子（Northern Electric）公司。在宣布这项收购之前，特拉法加置业已签订了关于四家区域性电器公司（包括北方电子）的股票互换交易。通过股票互换，特拉法加置业实际上购买了北方电子公司的股票，至少在经济意义上是这样。凑巧的是，股票互换协议的另一方包括了特拉法加置业公司的财务顾问——瑞士银行公司（Swiss Bank Corporate）。当这项收购宣布时，北方电子公司的股票突然上涨了。特拉法加置业公司因此赚了 800 万英镑。

伦敦城负责规范兼并和收购管理的“并购委员会”由一群优雅的老男孩组成。在这项收购发生之前，委员会批准了股票互换交易。北方电子公司对此很不满，并提出上诉。他们认为这违反了城市法案中的并购规则，股票互换避开了交易目标公司股票的规则，还有股票互换是否构成了内幕交易还是个很大的问题。

行业内的人议论纷纷——并购委员会的那帮人可能做得有点过分，你不能够信任他们。有人抱怨说“中国墙[1]”和“内部管行为守则”。并购委员会支持他们原来的决定，认为这笔交易并没有违反基本规则。

奇怪的是，并购委员会给执业者提供了导向。当交易商有理由认为某个公司有内幕消息而无法对股票进行实际交易时，那么就不应该采用股票衍生品来间接买卖股票。更奇怪的是：1996 年 8 月，伦敦证券期货管理委

〔1〕 编辑注：指证券报销部门与后勤或交易部门的信息与职能隔离，以防敏感性的消息外泄，造成内幕交易的利益冲突。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员会(SFA)对瑞士银行开出了 30 万英镑的罚单，原因是瑞士银行没有遵守关于在公司咨询部门和做市商之间有效使用“中国墙”的市场行为准则。

买回农场

20 世纪 90 年代，公司们发现了股票回购。这是所有内幕交易的最初形式，更棒的是，它是合法的。它是提高每股收益的一种便捷方法。它掩盖了一些业务处于困境之中的事实，改变实际商业经营的工作十分辛苦又非常缓慢。财务迷惑是那些拥有 MBA 头衔的经理们能够提供的最好办法。每个人都想找到能快速解决问题的办法。

交易商们总是懂得保持管理层的良好形象就意味着不菲的费用。他们立即抓住了这个机遇，并为它创造了一个“富有魅力”的名称——“权益资本管理”。那些需要他们进行资本管理的公司同时也乐意把利率汇率和商品风险交给他们管理。股东价值的颂歌掩盖了基本的事实。那些交易都只是在操纵自己公司股票的价格。

1992 年，西迈克斯(Cemex，墨西哥第二大工业公司)收购了两家西班牙水泥制造商。西迈克斯的股票价格骤跌了 37%，虽然它的赢利的确增加了。这项收购将提供不断的赢利增长并且在战略上是必要的。但是那些只是购买西迈克斯股票玩玩的墨西哥投资者不喜欢这项对西班牙公司的收购。西迈克斯管理层实际上想做出真正的商业决策，可投资者的反应迫使他们使用金融工程的方法来提升股票的价格。

1992 年 10 月，西迈克斯出售了 800 万美元自家公司股票上的看跌期权。这些期权给予了投资者在一年中的任意时刻通过 J. P. 摩根将他们所持有的西迈克斯股票以现在的执行价格卖回西迈克斯的权利。这些期权保护了股票购买者免遭西迈克斯公司股价下跌的损失。交易的目的是为了提升西迈克斯公司股价。

这是一场大胜——西迈克斯公司的股票价格在关于这笔交易的消息刚开始散播时就上升了。股票价格甚至创出了新高。市场为西迈克斯和 J. P. 摩根出色的资本管理技巧而欢呼。管理层认为市场只会奖励金融工程而不是基本的商业经营，这种想法是可以理解的。就像斯金纳(Skin-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ner)的老鼠[1],它们按下按钮就可以得到食物。通过股票期权推动股价从而赚取越来越多利润的这一事实意味着将来的公司更加看重的是金融工程而不是实际商业中的工程。

股票分析师们越来越难以辨别"真正"赢利与所有那些隐蔽的金融欺诈。安然、世通,还有帕玛拉特(Parmalat),这些公司就是倒在了这条路的尽头。在众多商业领域,金融工程迅速代替了实际的工程。

谁在愚弄谁?

可转换债券是一种值得人们尊敬的产品。一份可转换债券给予了持有者将债券从发行者那转换成股票的权利。持有者放弃了未来利息收入和资本增值来换取确定数量的股票。可转换债券是一份债券和一份股票期权的结合物。作为给予持有者购买股票的权利的回报,发行者只需支付较低的利率。

我曾经发行过可转换债券,也重组过可转换债券,还交易过可转换债券。发行者通常都被告知他们是在以高出当前市场价格的某个溢价来卖出权益。他们取得了比正常发行债券更低的融资成本和更长的偿还期限。可转化债券吸引了各个行业的投资者,这拓宽了他们获取资金的渠道。

有人告诉投资者他们的债务工具受到了一份股票期权的保护。如果股票价格上升,投资者可以将债券转化成股票。如果股票价格表现不佳,投资者不需要转换,他们可以一直持有直到发行者偿还全部债务。

可转换债券最大诡异之处在于看起来好像每个人都做了一笔好买卖。这种交易是双赢的。市场并不是那样的。问题是,谁愚弄了谁?

可转化债券中的期权的股票转换价格通常是高于现行价格的——也称作转换溢价。给人的印象就是发行者以高于市场的价格出售自己的股份。从字面上来看,没错。实际上不是那么一回事。

---

〔1〕 编辑注:伯尔赫斯·弗雷德里克·斯金纳,著名的行为主义心理学家,他制作了"斯金纳箱"来进行操作性条件反射的实验。箱子里有一套杠杆装置,如果杠杆被按压,就有一个食物丸弹出,落在食物盘上。将一只饥饿的白老鼠放进"斯金纳箱",让它在里面自由探索,它就会因为饥饿而到处乱跑乱咬,偶然间压到杠杆,就弹出一个食物丸。老鼠每次按压杠杆,都会有食物丸弹出。老鼠很快就形成了条件反射,一放进箱子,就会去按压杠杆,在这个实验里,老鼠按压杠杆的行为被"强化"了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设现在的股票价格是100美元。假设转换溢价美元是20%(也就是转换价格为120美元)。如果可转化债券期限是十年,那么投资者可以在十年之内转换。如果利率是6%,股票每年支付2%的红利,十年后股票价格应该是148美元。转换价格实际上是未来价格的80%。如果你改变角度的话,你就会惊奇地发现你应该怎么做。

低利率的说法貌似正确的,实际上并不准确。发行者发行了低利率的债券,条件是你愿意发行股票。股票的上涨是送给投资者的礼物。所以这都取决于期权的价值。大多数情况下低利率节省的成本还抵不了出售期权的损失。

交易商们理性地认识到了可转换债券成本的实质。金融经济学家在这方面写了很多文章。对期权的支付不足实际上并不是真正的不足支付。可转换债券允许投资者卖出这些期权,这在以前不是经常发生,至少很难做到。一些文章如《公司波动性货币化》、《股票波动性:一种公司资产》,颂扬了可转换债券的好处。这些研究普遍认为发行者贱卖了期权。

关于更长的融资期限的说法是一种巧妙的回避。你的确获得了更长期限的债务,但股票难道不是永久的吗?改变游戏场所来迷惑整个发行通常行之有效,到目前为止,看似发行者抽到了一根坏签,但在股票市场上没有这么简单的事。

投资者被美好的承诺包围。如果股价上升,你可以换成股票,获得股价上涨的好处。如果股价下跌,你可以安慰自己没有买股票,同时你的债务将会被偿还。这是因为你持有的是债券。这就是所谓的"债券地板"。

问题是你是否能收回投资取决于发行公司是否有偿债能力。不幸的是股价的表现与偿债能力之间是有关联的。表现差的股票一般是公司遇到了财务上的问题。这就可能威胁到尚未转换的债券的偿还。

现实中许多表现不好的公司发行可转换债券——吹得天花乱坠的可转换债券吸引了他们。他们认为公司的股票很便宜,他们想获得更低的利息成本,他们希望获得更长期限的贷款。如果股价表现不好,投资者债券偿还的可能性就会迅速减小。20世纪90年代末到21世纪初,这种风险就很明显。技术公司还有新兴市场的发行商发行了大量的可转换债券。当股票市场猛跌时,可转换债券的风险给投资者上了一课。他们也学到了一些关于汇率风险的知识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国的一家投资银行——我们的一个竞争对手——成为了承销商。内维菲尔的权益部门制造了那次悲剧。

20世纪90年代，亚洲公司发行了大量可转换债券，印度尼西亚的面条制造商是其中之一。布迪和爱德维科创造了一项新的纪录——他们发行了印度尼西亚史上最大规模的可转债。美国的一家投资银行——我们的一个竞争对手——成为了承销商。内维菲尔的权益部门制造了那次悲剧。

所有的可转换债券都是以美元标价的。美元标价的可转债市场是当时最大的可转债市场。发行者没有对汇率风险进行套期保值，一方面是因为刚愎自用，另一方面是因为技术方面的问题。

亚洲货币都是盯住美元的。发行公司相信“盯住美元”的汇率制度将继续使得对货币进行套期保值成为不必要之事。对可转换债券进行套期保值也很困难，你不知道它是否会被转换。如果转换了，你就不需要偿还债务；只有不转换时，你才有必要进行套期保值。整个世界对这个地区以及这个地区的公司都持乐观态度。每个人都预期股价会上升，导致债券被转换。所以将没有必要偿还债务。所以也将不存在汇率风险。

1997年7月，泰铢崩溃了，并引发了其他的亚洲货币贬值50%～80%不等。股票市场也开始猛跌。国外的投资看到投资价值缩水，随即开始抛出。大量空头进一步促使股价下跌——投资者将当地货币换成美元，货币进一步贬值。这个周期不断循环。

货币贬值和股价下跌意味着可转换债券将不会转换。购买了可转债的国外投资者为自己的英明而庆祝，他们的债券将得到偿还。可转债是以美元标价的，所以他们不会受亚洲货币贬值影响。可事实不是这样。

可转换债券不转换以及货币贬值意味着发行公司在他们的美元可转换债券上遭受了巨大损失。货币上的损失以及没有银行愿意给他们提供新的资金意味着发行公司陷入了财务困境。可转债的投资者将得不到偿还，“债券地板”失灵了。这就是摔到债券地板上的一个例子。与其说它是一个保险，不如说是一个陷阱。

这些公司申请了破产。可转换债券的投资者没有收回他们的投资；相反，他们得到的是违约公司的股票。因此可转债最终还是转换了，只是没有“蔚蓝的天空”——有的只是“黑色的深渊”。所以说，谁在愚弄谁？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剥离工具

你可以将一辆汽车拆散，对于可转换债券同样如此。剥离可转债可以追溯到20世纪60年代。1967年，爱德华·索普(Edward Thorp)和西恩·卡萨夫(Sheen Kassouf)合写了著名的《打败市场》(Beat the Market)，书中阐述了如何运用可转债进行套利。索普当时已经因为另一部书——《打败庄家》(Beat the Dealer)而知名，这本书讲述了在21点游戏中数牌的技巧。

索普和卡萨夫概要地说明了如何将可转债剥离成债券和期权，并分别进行套期保值和交易。精明的交易员开始购买可转债并进行剥离，然后将期权卖给想得到股票的投资者，将除去期权的债券卖给债券投资者。这样分别卖的收益之和高于获得可转债的成本。这种钱太好赚了。

20世纪70年代末和80年代初，可转债的剥离还是一个不为人知的小市场，只有少数几家小型对冲基金在交易。到了90年代，可转债套利和对冲基金一起迅速发展，人们开始成立各种投资风格不同的对冲基金，比如参与巨型赌博的宏观基金。像乔治·索罗斯的量子基金就因狙击英镑而变得出名。大量资金涌入“相对价值”战略投资——低风险、高回报，这取决于交易员的技巧和智慧。可转债的套利就是一个例子：风险适中，回报可观。

大量资金涌入可转债套利基金，远远超过市场存在的套利机会。套利传统上都是集中在二级市场，现在根本没有足够的可转债发行量以供剥离。可转债套利出现了新的问题。当交易商的专业交易员发现了剥离的乐趣之后，问题更严重了。更多的钱争抢有限的投资机会。

20世纪90年代末期，任何新的可转债的发行都被对冲基金和可转债交易员疯狂抢购。当欧洲的一家移动电话公司宣布一笔新的可转债发行时，来自可转债套利的需求就达到了发行量的五六倍。

这种吸引力是显而易见的。可转债套利赚的是可转债价格与将其剥离之后各部分价格之和的差价。股票期权投资者买到了便宜的期权，债券投资者获得了比普通投资更高的收益。任何一方都赚了。但是报酬从何而来呢？只能从发行公司那里来，他们发行了可转换债券。至少从表面上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看是这样。

亚洲与别的地方不同。许多亚洲公司发行的可转债都被迅速剥离;债券的部分实际上卖给了发行公司的主要融资银行。这对于“获得新的资产池”而言过剩了。股票期权有时候回到了公司管理层或是相关的公司手中。这些公司发行的股票和债务通常都很便宜,这是很神秘且非常奇怪的。这是东方式的发行。

更多的资金追逐这种回报必然导致回报率的下降。可转换债券的剥离者开始承担更多的风险:他们不再将可转换债券剥离,而是自己持有并进行有效的套期保值。首先他们卖空股票,对期权进行套期保值;其次,他们持有债券等待偿付,并承担相应风险。

金融重力的法则——更低的回报、更高的风险——开始显现并不可避免地发生。20 世纪初,可转债套利基金遭遇了沉重打击——回报率为负数,损失巨大。许多可转债发行公司违约。他们所依赖的“债券地板”塌了。谁在愚弄谁?

名言警句

金融经济学家在谈论证券设计。证券设计就是创造出一张能同时匹配发行方和投资方要求的合约。澳大利亚因为一些奇怪的原因成为了证券设计的热土。在这其中,没有什么比重置优先股更热更奇怪的了。

澳大利亚有一个很大、很成熟的股票市场,个人投资者也十分活跃。他们通过大奖杯的私有化交易发现了股票。政府为人民购买自己已经拥有的东西提供优厚的条件——他们一拥而上购买股份。澳大利亚从农场主的国度变成了股东的国度。个人投资者也通过受特别税收政策补助的法定基金计划来持股。当公司税已经缴纳时,红利通常不需要再缴税。20 世纪 90 年代末到 21 世纪初,低利率环境催生了各种设计巧妙的证券发行。

强制转换可转债就是其中一种。这个取名有点自相矛盾。可转换债券的关键就是投资者可以自由选择是否转换。这种强制转换可转债就失去了原有的意义。

银行率先行动起来。有一家银行陷入了困境,这家银行被一群好像不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

太了解银行业务的令人尊敬的工业家控制。当时流行的管理理论是如果拥有一辆卡车不错，那么两辆就更好。应用到贷款上就是一笔贷款不错，那么两笔就更好，越多越好。这就是所谓的“资产增长理论”。偿债能力在他们眼中不是什么问题。许多借款人根本不还贷款，他们显得若无其事。

这家银行现在急需资金。投资者此时不愿意购买新股，他们希望能够得到资金能收回的保证。设计出来的证券是一种可以转换的优先股。假设每份股票价格是 10 美元。每份优先股又可以换成一份普通股。股价高于 10 美元时，投资者将获利。道理和普通的可转债一样。

这个窍门处于不利的地位——银行不能承受可转债不转换的风险。解决办法是让投资者以同样的方式收回他们的投资。代替 10 美元现金的是，他们将获得价值等于 10 美元的股票。就是说，如果股价是 5 美元，那么你得到 2 股；如果股价是 2 美元，那么你将得到 5 股，如此等等。强制转换是一种高明的手段——股票套利。发行公司可以把这笔交易视为发行股票，因为不需要再偿还债务。投资者可以把它当作债务。这就是证券设计。

21 世纪初，结构性产品进行了一次“整容”。银行业首先启动了重置优先股市场。第一笔发行业务——重置可转换上市优先股(Preferred Exchangeable Resettable Listing Shares，PERLS)来自我的老东家澳大利亚联邦银行。

投资者购买了一份永久的优先股。这意味着发行发公司永远不需要还你钱。投资者获得事先商定好的红利，这些红利每三个月调整一次。投资者获得的收益大约比市场高出 2%。高的回报率是因为红利免税。

利率在五年内是设定好的，五年之后需要重新设定。如果五年后水平低于投资者预期，投资者将获得一份看跌期权；也就是说，投资者可以要求发行公司偿还这笔交易。陷阱在于发行公司可以选择支付的方式是采用现金还是股票。如果以股票支付，那么其价值应等于债券的票面价值。例如，重置可转换债券的票面价值是 200 美元，股价是 40 美元，你就能得到 5 股。发行方还有五年后赎回可转换债券的权利。

投资者冲向了这些证券，高回报率让他们喜不自禁。艳丽的玫瑰周围总有几根刺，红利是因情况而变的。它们是非累积的；也就是说，如果这期没有红利，以后也不会补发。对于利息和大多数优先股来说，未发放的支付是累积的。红利也是在利息之后支付的，所以赢利不足时，你是最后一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个得到支付的。

另外，投资者享受不到价格上涨带来的好处。如果以一对一方式转换股票，由于重置可转换债券设定的转换价格很高，所以只有当股价涨得很高时投资者才能获益。例如，发行公司股票价格是 25 美元，转换价格是 200 美元——只有当股价在五年内上升 800%时，投资者才能获益。在这里，投资者看不到“蔚蓝的天空”。

发行公司简直不相信他们有如此好的运气。重置优先股相当于普通股。其成本大约是 7.00%，而发行普通股的成本是 18%。未来收益增长和资本升值不会给重置优先股持有者带来好处。这些都将属于普通股股东。管理层自认为提高了每股收益、股东权益，进行了卓有成效的动态资本管理。

投资者同意购买债券并在将来换成发行方的股票。他们这样做只为了一点额外收益。如果他们真正明白这些交易是怎么一回事，他们就会安慰自己至少买到了评级很高的债券(AA 或更高)。

20 世纪 80 年代，日本大多数大型银行的评级都是 AAA 级，最高的信用等级。到了 90 年代，没有一家是 AAA 级了，许多银行没有了偿债能力，除了那些得到政府支持的。优先股持有者承受了信用转移风险。

重置优先股市场在不断发展。工业企业加入银行的行列成为了发行方，信用标准降低了，回报率下降了。投资者追逐着额外的回报，却忽略了风险的存在。

证券设计就是频繁地在会计和税收规则之间周旋。

证券设计就是频繁地在会计和税收规则之间周旋。现在又出现相机转换债券(contingent conversion convertibles，“co-cos”)。对于普通可转换债券，如果股价高于转换价格，你就会进行转换。对于相机转换债券，只有在股价高于转换价格一个特定比率时，你才能进行转换。根据会计准则，发行相机转换债券的公司在计算每股收益的时候不需要包括它发行的相机转换债券。这些规则看似没有根据，但是就是存在。

设计相机转换债券是为了利用美国某些神秘的税收法规。当股价上涨超过转换价格时，相机转换债券的结构使得发行方支付额外的利息。这种做法相对于发行可转换债券使得发行公司可以得到税收减免。没有逻辑上的原因，这就是证券设计游戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乌龙球

水总能找到自己的位置，衍生产品也一样。交易商总是会寻找机会赚钱。它频繁牵涉那些无风险意识的人，通常为个人投资者。以个人投资者为目标的权益衍生品必然会出现。

首先出现的是资本保证类产品。被 1987 年股票市场崩盘吓破了胆的投资者希望找到一种风险不大的股票购买方式，资本保证票据就是其中的一种简单产品。如果股价上升，投资者获益；如果下跌，他们可以得到有保证的偿付。这是没有眼泪、没有担忧的股票投资。

这种交易像一幅巧妙的拼贴画。投资者购买的是一种零息债券，一种不支付利息的债券。投资者以面值的某个折价购买它。例如，投资者花 74 美元购买票面价值是 100 美元的零息债券。五年期后，这相当于每年有 6%的收益。26 美元的折扣就是利息。对于资本保证债券，投资者仍然支付 100 美元。这 26 美元的利息用来购买股票上的看涨期权，投资者可以从股价上涨中获益。如果价格下跌，投资者人仍然可以从零息债券中获得 100 美元的确定收入。

这种产品很受欢迎，销售了好几十亿。交易商在购买零息票和期权的投资者身上狠赚了一笔。

这种产品依赖于有足够的利息来购买期权。20 世纪 90 年代的利率下降使得这种产品销售十分困难。交易商利用了投资者追求高回报的热情。

在逆向可转换债券中，投资者投资了大笔的钱。他们获得很高的利率回报。到期时，投资者可以收回本金或者得到某家特定的公司的股票。由发行公司决定投资者是得到现金还是股票。一个交易商给这种产品取了名字——GOAL(Geld oder Aktien Lieferung)，意思是现金或者股票交割。取这个名字是为了庆祝在 1998 年法国举办的世界杯。投资者很快就将进行射门游戏。

这种产品的设计尤为狡猾。如果股价上升，投资者将得到现金；如果股价下跌，则得到股票。这些股票价值低于投资者最初的投资。投资者实际出售了一份股票的看跌期权。高回报来源于出售看跌期权的溢价。股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价波动性越大，回报越高。高波动性也意味着高风险，股价下跌到一定程度就会引发看跌期权行权。

产品的营销手段也一样狡猾。投资者获得了“更高”的回报；他们将收回本金或是得到一家“蓝筹公司“的股票。投资者一般可以按照票据发行时股价的 90%～95%来购买这些股票。许多投资者没有明白的是，如果是股票交割，那么股价必定很低。投资者获得这些股票的价格比现货市场高出很多。他们最终射进的球是个乌龙球。

但是，那时是股票疯涨的年代。那一代投资者相信每年在股票市场上可以获得 20%以上的收益，股价是不会下跌的。如果投资者判断正确，那就是投资逆向可转换债券的好机会，对投资者来说这是完美的选择。

当持续十年的股票市场繁荣在 2000/2001 年结束时，逆向可转换债券市场的繁荣也随之终结。许多债券都是基于一些热门的网络科技股。这些公司股价的大跌使得逆向可转换债券在到期时都是选择股票交割。投资者发现他们的实际购买价格比市场上高出 50%～90%。他们发出惨叫，被套住了。最后他们只能无奈选择成为长期投资者，祈祷将来这些股票价格会回到原先水平。

个人投资者并没有被短暂的挫折吓到，他们通过更加奇怪的权益衍生产品来追求收益。有些产品以山峰命名——可能这些交易者意识到需要和陡峭的山峰磋商。还有一些产品以珍贵的宝石命名。有传言说有一家银行利润的 20%来自权益衍生产品的零售业务。

这些产品都很复杂。有一种产品是十年期的。投资者在到期日可以获得初始投资(每年 7.18%)的两倍加上投资者选择的一篮子股票中表现最差的股票的回报。如果表现最差股票的价格跌落至零，那么投资者仅能获得其初始投资额。该产品的一种变形产品是投资者可以获得两倍的初始投资加上一篮子股票中表现最差的两支或多支股票的平均回报。还有一种产品是六年期的，投资者的初始投资是可以保证收回的。投资者的收益是基于六种股票的平均表现。在每个确定的时段内，表现最好的股票将从篮子中剔除。

交易商们因为卖出波动率、波动率微笑、一篮子股票的交易相关性、承担远期波动率以及相关性风险而轻声地笑着。数量金融分析师们对各种产品定价和套期保值，投资者明白他们到底买了什么吗？他们在用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金钱投票。他们大量买进这些产品。大型基金的经理们往往会避开主流。他们就建模问题、不明定价输入变量的缺少和流动性短缺进行讨论。欧洲和亚洲的个人投资者在购买这些产品时好像没有遇到模型和输入变量的问题。我一直怀疑那些待遇丰厚、受了太多教育的数量金融分析师们的价值。现在就有证据证明他们之间根本不相关。

征税年代

> 在权益衍生品中总是存在税收的问题。

20 世纪 90 年代是“货币化”的辉煌年代。货币化是指你从卖出某件有价值的东西中得到现金，可税务部门还认为你仍然拥有它。在权益衍生品中总是存在税收的问题。这是老生常谈。在 20 世纪 80 年代，美国资本主义的忠实拥护者——IBM 公司第一个发行了可交换债券，就是稍微改变了点的可转换债券。

1986 年，IBM 发行了 3 000 万美元的可交换债券。不同之处在于这些债券并不像一般情况那样可以转换为 IBM 公司的股票，而是可以转换为因特尔公司的股票。这就是可交换债券。

IBM 是因特尔最大的客户，因特尔是 IBM 最大的零配件供应商。由于这种商业关系，IBM 在 1983/1984 年购买了因特尔 19%的股份。不幸的是因特尔的股价一直表现不好。IBM 决定卖出手中大部分的因特尔股份，可交换债券就是 IBM 卖出其中一部分因特尔股票的手段。

道理很简单。IBM 很难在市场上以现有的因特尔股价卖出手中的大量因特尔股份，就是说只能在市场上折价卖出。运用可交换债券，IBM 可以溢价卖出这些股份。因特尔的股价波动性一直很大，这导致可交换债券中内含的因特尔股票的看涨期权价值很高。对 IBM 来说，这笔交易是很划算的。

然后就会有税收。如果 IBM 直接在市场上卖出这些股份，那么收入将以直接的方式实现——IBM 将不得不就资本所得进行交税。如果以可交换债券的形式，股票只有在债券转换的时候才会被卖出。这通常发生在可转换的最终到期日前。事实上，可交换债券让 IBM 推迟了对因特尔公司股票出售的所得税缴纳。如果你不能逃税，那么你就尽量推迟缴税。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些都与货币的时间价值和税收有关。

20 世纪 90 年代,“货币化”进程加快。股票市场的迅速增长使投资者们赚了大笔的钱。他们希望能锁定收益并推迟缴税。

> 旧时代的人利用资源、土地、环境赚钱,现代的人利用网络赚钱。

这里还存在一个不同的支持者。许多企业家利用人们对互联网公司股票的渴求成立上市公司。旧时代的人利用资源、土地、环境赚钱,现代的人利用网络赚钱。首次公开发行使这些人变得极为富有。问题是他们不能得到这些钱,他们的财富几乎都是股票。首次公开发行后,最初的持股人在一段规定的时期内不允许卖出股份(通常一到两年)。

这些企业家账面上很富有,现金却很少。这成为权益衍生产品要解决的问题。推动问题解决的是那些企业家新贵和私人银行家。货币化的办法可以避开股票卖出的限制。具有讽刺意味的是,有时一个机构的两个部门会牵涉其中:一个规定了股票售出限制,另一个却设计好了逃避限制的方法。这是公司内部“中国墙”起作用的少数例子之一。

还有一种办法是做空头。投资者从市场中借入股票,然后卖出借入的股票。现在,投资者同时在股票上拥有空头和多头,这就意味着他们不会受到股价变化的影响。投资者也通过卖空得到了现金。这大概是全部金额的 90%～95%。借出股票的人则获得余下的金额作为保障。

当然,投资者仍然拥有手中的股份。这意味着投资者手中股票产生的收益不会立刻实现,只有当这些股票被售出才会产生真实的收益,换言之,股票产生的收益可被无限期地推迟。

另外一种办法就是 LEPO(低执行价格的期权)。1996 年,澳大利亚的一家财产和金融服务集团联盛集团(Lend Lease)想要卖出手中澳大利亚一家大型银行西太平洋银行(Westpac)9%的股份。联盛采用了低执行价格的期权。期权的有效期是四年,执行价格是 0.01 美元,西太平洋银行当时的股价是 5.4 美元,如此低的执行价格是确保期权将来会执行。西太平洋银行成功地卖出了手中的股份。

期权的购买者出价每份期权 3.65 美元,这等于西太平洋银行的股票价格减去 1.75 美元,1.75 美元的折价反映了期权买家放弃的红利贴现价值。

联盛干得漂亮。这笔交易避免了大量出售西太平洋银行股份导致的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

折价损失。联盛仍然可以在四年内获得西太平洋银行分发的红利，这些红利是免税的。联盛还将大量资本所得税的支付推迟了四年。

期权投资者也是赢家。外国的投资者不享受税收优惠。于是他们不再持有股票而是持有期权。期权价格的折价相当于得到了红利，享受了税收优惠。偏好资本升值收益的高税收等级的国内投资者也购买了这些期权。

这是完美的金融工程。输家是税收部门，还有那些长期痛苦的普通纳税人。最后税收当局还是修改了这个法律上的漏洞，但是太迟了，作用也很小。

基金时代

不可阻挡的竞争意味着即便是像权益衍生品这样利润很高的领域，终有一日也会面临压力。交易商开始转向新的领域——基金衍生品，尤其是火热的对冲基金。动机总是相似的。交易商寻找不为人知的新领域，试图赚取更多的钱。基金衍生品与基于普通股票或股票指数的衍生品类似。这个产品似乎应该不复杂。不幸的是，基金衍生品却一点都不简单。这个世界总是有新的未知的未知。

该类基金只在事先确定的时间提供资产价值(它的价格)，通常是按月或按季度；此类基金通常不能连续交易，波动性也不清楚。所有这些都使得很难对基金衍生品进行定价和套期保值。但还是有很多无畏的交易商买票去观看城里的新品展示会。

交易商采用一种“缓冲量”来规避套期保值风险，也就是说，他们会标高价格，在自己认为合理的价格之上加上很大的一个差价。“缓冲量”本来是用于规避风险。奇怪的是，这些“缓冲量”后来竟然变成了利润，并成为了奖金的来源。

交易商曾谈到采用代理品来为基金套期保值。问题是许多基金不公布仓位信息，即便公布，也存在时滞。用代理来进行套期保值的基差风险非常大。交易商声称可以用模型来说明这些风险。

基于对冲基金的衍生品蕴藏着很大风险，长期资本管理公司就是一个例子。这也是与税收有关。长期资本管理公司的合伙人在股价最高时卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了手中股票，获得了丰厚的回报：他们最初的股票价值是 1.5 亿美元，后来增加到 14 亿美元。大部分利润仍然留在长期资本管理公司。这可能是有史以来最好的一次投资了。

迈伦·斯科尔斯对税收很有兴趣。按照芝加哥的说法：税收是一项应该尽量减小的成本。斯科尔斯对美国的税收规则十分了解。他把避税视为一种经济和智力上的挑战。避税是每个纳税人的“天生责任”。“没有人真正纳税”，他如是说。

为了降低合伙人的纳税额，长期资本管理公司和瑞银集团(UBS)做了一系列的期权交易。许多其他交易商也获得了业务，但是他们或回绝或只承担了其中的小笔业务。还有一些交易商对其中的风险很担心。

瑞银集团曾错过了和长期资本管理公司开展业务合作的机会。此次，这家银行派出了他们最好的团队参与长期资本管理公司的业务。后来证明这是注定失败的风险投资。

这笔交易是斯科尔斯的创造。瑞银集团卖给长期资本管理公司一系列基于长期资本管理公司公司股票的七年期欧式看涨期权。长期资本管理公司为此付出了 3 亿美元。瑞银集团同时在长期资本管理公司基金中购买了价值 8 亿元的份额来为卖出的期权做套期保值。瑞银集团还另外在长期资本管理公司基金直接投入 2.66 亿美元。人们猜测瑞银集团的这笔投资是对它参与这次期权交易的回报。长期资本管理公司当时不准备接受新的基金申购，还大力减少基金的规模。瑞银集团一直因为没有在长期资本管理公司成立之初投资而懊悔不已——在长期资本管理公司成立时，瑞银集团曾被邀请投资。瑞银集团想要改正原来所犯的错误。

期权交易的目的是帮助长期资本管理公司合伙人避免支付高额的边际收入税。卖给瑞银集团的基金产生的收益属于税率较低的资本所得。另外，从经济意义上讲，长期资本管理公司的所有权没有改变。这些期权属深度价内，行权的可能性很大。

如果除去期权费，瑞银集团的总的风险头寸是 7.66 亿美元。

这笔交易使瑞银集团在长期资本管理公司的风险头寸达到 10.66 亿美元，其中 2.66 亿美元为锁定三年期的投资，8 亿美元是为期权做的套期保值。期权可在一年后交易。如果除去期权费，瑞银集团的总的风险头寸是 7.66 亿美元。

基于长期资本管理公司基金的期权很难进行套期保值。对一般的看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨期权空头，进行套期保值要求在基金价格上涨时买进更多股票，在价格下跌时卖出股票。这里假设基金的价格是可知的，并且对套期保值进行连续的调整是可能的。

长期资本管理公司只定期公布基金价格（基金的实际价值），基金的详细投资组合不会公布。由于长期资本管理公司基金的交易限制，瑞银集团不能连续地调整套期保值。这种基金是不上市交易的私人投资证券，因而流动性很小。

瑞银集团既无法减少对长期资本管理公司的风险头寸，也不能卖出手中的长期资本管理公司基金份额，它只能将这些份额转为长期资本管理公司的一项2004年到期的贷款。这笔贷款的利息是LIBOR+0.5%。如果长期资本管理公司的基金价值下跌，瑞银集团在长期资本管理公司上的风险头寸不会变化。瑞银集团只是变成长期资本管理公司的债权人而不是股东。

交易完成时，期权处于深度价内。执行价格是1997年的基金价格。期权的有效期是7年，Δ（套期保值比率）很高。瑞银集团的投资恰好能对期权头寸进行套期保值。后来长期资本管理公司陷入困境，期权价值和Δ都急剧下降。瑞银集团需要减少在长期资本管理公司上的头寸，但是瑞银集团做不到。

当1998年8月长期资本管理公司垮掉时，瑞银集团在长期资本管理公司这笔交易上的损失大约是6.94亿美元。早先在讨论这笔交易时，一个股票交易员曾提出卖掉这些份额，瑞银集团可以确保获得2 500万美元的利润。斯科尔斯狡猾地说愿意支付高于理论价格一点点。问题是这个理论价格是根据长期资本管理公司历史上很低的波动性算出来的。

这个交易商非常担心瑞银集团可能会损失，这些损失可能是2 500万美元的几倍。他的担心是正确的。瑞银集团的损失大约是2 500万的28倍。这就是股票和股票相似物的一个例子。长期资本管理公司和瑞银集团共担了对冲基金垮掉的痛苦。像其他交易一样，这只是衍生品不公平的另外一个例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　该称赞的就应该称赞

——信用违约互换和债务抵押证券的趣事

到了20世纪90年代末，资金都涌向了信用衍生产品。我在90年代初第一次认识这种产品时就有这种预感。我跟随着大量的资金涌入了“信用空间”。当每个新市场饱和时，交易员们就开始寻找新的市场。信用“衍生化”了。这是信用违约互换(CDS)和债务抵押证券(CDO)的有趣时代。

事后来看，这是很明显的——信用就像胶水把银行粘在一起。银行做的每件事都和承担信用风险有关。如果银行借款给某人，它要承担得不到偿还的风险。如果银行做衍生品交易，就要承担合约另一方到期违约的风险。信用就象胶水，是有粘性的—— 一旦承担了信用风险，就不能轻易摆脱它。这意味着你需要承担信用风险，直到贷款得到偿付或合约得到履行。这在信用衍生品出现前总是必然的。

传统上，信用风险是商业银行和投资银行的主要区别。商业银行的业务主要与信用风险有关，投资银行的业务主要与市场风险有关。后者实际上也受信用风险的困扰。他们在市场上买进卖出，不愿意长期持有任何东西，因为有太多不知道的东西。投资银行在创造能转移信用风险的衍生产品中发挥了重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用战争

商业银行和投资银行之间的竞争中形成了信用市场。商业银行凭借他们巨额的资产来承担信用风险。他们贷款给客户，特别是像兼并和收购这样的大额交易。贷款的条件是这些客户为商业银行提供更有利可图的投资银行业务。这是一种捆绑销售，在许多市场中是不允许的。在实际交易中，是否合法不是很紧要。如果客户想继续获得银行慷慨的帮助，他们很清楚应该把投资银行业务交给谁去做。用教父的话说："我提供了他不能拒绝的条件。"

投资银行一开始带着鄙夷和同情看着商业银行进入他们的业务领域。"笨手笨脚"的商业银行是不可能取得成功的。几次尝试失败后，"笨手笨脚"又行动缓慢的商业银行发现他们可以凭借巨大的资产取得竞争上的优势。投资银行对此发出警告，并且作了一个自由市场支持者能够做的：他们大叫"犯规"，并且希望规则能够改变。

投资银行向一个不像救世主的机构上诉——FASB(联邦会计标准委员会)。他们的投诉很不清晰，投资银行认为商业银行可以以低于市场利率水平向客户发放贷款为条件，引诱客户给予他们更多的回报可观的投资银行业务。

商业银行的贷款中暗含的回扣没有公布出来而且不影响收益。与之相反，投资银行不得不根据市场利率水平贷款。现在竞争压力使投资银行也向客户提供关系贷款，以赢得业务。

一些主要的投资银行抱怨不公平竞争使他们业务量减少，这真是非常好笑。从商业银行的角度来讲，所做的一切当然是为了保护商业银行股东的利益。投资银行现在站出来声称要保护公众的利益。"有时候你不得不选择一头"，一家投资银行职员这么说。商业银行也积极地为他们对贷款的会计处理辩护。

这场争论最后不了了之。投资银行面临的现实是他们不得不借出更多的资金以赢得业务。大型的投资银行建立了他们的信贷部门，雇用了"笨手笨脚"的商业银行家来经营信贷业务。他们也获得了更多的资金，这允许他们有能力与商业银行一较高下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多投资银行看到了不祥之兆，把自己卖给了商业银行。这些就是全能制银行(universal banks)。许多银行在激烈竞争中倒闭了。许多全能制银行对于业务经营模式犹豫不决。在行业内，这像是一个非军事化区域。商业银行和投资银行共同存在。内部的日常交流没有那么多礼貌。每个人都采纳了教父的建议："与朋友亲密，与敌人要更亲密。"

有一次我和一个德国的银行家喝酒。那家银行雇佣了熟练的投资银行家带领他们开拓新的业务。作为商业银行的支持者，他对此十分生气，"那些投资银行家们薪水太高了，权力也越来越大，这不会有好结果的"，他喃喃地说道，"这是一帮盎格鲁－撒克逊式的强盗"，他解释道，"那些投资银行家们赚了大把的钱。他们对我们的客户奸淫掳掠。然后他们一走了之。他们总是这样干。然后我们将回到真正的银行义务——贷款。"我笑而不答。

投资银行开展信贷业务推动了信用衍生品的发展。这将是衍生品出现以来最大的盛会。

信用战争没有真正解决信用风险问题，它只是将更多的资金集中到少数几家大型银行。但是投资银行开展信贷业务推动了信用衍生品的发展。这将是衍生品出现以来最大的盛会。

信用显灵节

信用风险管理从罗瑟查尔德(Rothschild)时代到现在几乎没有发生什么变化。在任何一场战争中，罗瑟查尔德都会借钱给参战的双方。赢的一方往往保证偿还两方的债务。如果赢的一方不还钱，罗瑟查尔德会资助一场新的针对获胜方的战争，迫使其还债。这个精明的生意人精通信用风险管理。

直到最近，摆脱一笔贷款风险的唯一方式就是将贷款出售——转让或契约替代。这是十分繁琐复杂的。银行通常需要获得借款者的许可——在绝大多数的贷款合同中都有这样一条奇怪的条款："银行可以将这笔贷款转卖给另一方，借款者不能无理拒绝。"现实中所有关于"合理"的检验都不能视为是"合理"的。

在我做财务主管的时候，银行想卖几笔贷款给我。银行家们都知道提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的要求对银行与客户关系是致命的。很少有能像银行的客户需求的那样纯粹。银行想要摆脱贷款或信贷风险的任何迹象都会自动被视为背叛;这将导致银行的名字从客户的圣诞卡片寄送单上删除,甚至更糟。

找客户商量并不能保证成功。我工作的那家公司的信用评级从 A(我们会还钱)降到了 B(我们可能还钱)。许多银行把客户关系扔到了一边,试图将风险头寸卖给我们。他们发给我一份转让征求书:我没有回应,我既没有说"不"也没有说"是"。我不打算说"不",因为银行将会认为我很"无理"。

我认真考虑了这项请求很久。一个银行家把我逼到了悬崖上。我会在这笔贷款之前给他一个明确的答复吗?这很难说。有太多复杂的问题需要认真思考。我还在考虑这件事。

获得"同意"还有一些别的办法:你可以"参与"。银行实际上继续是贷款的名义贷出者——它可以把贷款利息卖给别人,那些购买贷款利息的人通过银行来行使权利。这种办法也许行得通。总的来说,贷款都没有多少流动性或是难以用来交易。谁能解信用交易问题,谁就是牛人。

20 世纪 90 年代初,少数几个机构尝试转移信用风险。这里的伎俩是并不真正出售贷款,所以不需要获得借款人的同意。信孚银行和 J. P. 摩根率先行动起来。

信孚银行将风险过度集中在了几家日本银行和一些主权国家,这导致它很难发展其他的业务。他们希望出售现有的风险头寸以改善信用状况。

J. P. 摩根是另外一种情况。新任主席丹尼斯·韦瑟斯通试图找到一些看似简单的问题的答案。我们的资本到底用在哪了?信用风险、市场风险,或是其他的方面?我们的单位资本的回报是多少?他认为搞清楚这些问题才能理性经营这家银行。理论是这样,但是答案不容易获得;解决问题的基本工具和信息难以得到。经过长时间的工作,许多基础性的风险管理工具出现了。像风险矩阵(RiskMetrics)和信用矩阵(CreditMetrics)。信孚银行也创造了相似的工具,如资本的风险调整收益率(RAROC)。

J. P. 摩根找到答案时却显得非常苦恼——大量的资本陷入到了信用风险中。个位数的回报率与 20%的目标差得太远。J. P. 摩根明白不能停止贷款;那些贷款是维系客户关系的基础,是得到更多赚钱业务的手段。解决这个问题的思路很简单:J. P. 摩根只需要卖掉一些贷款上的风险头寸,腾出资金追求更高的回报。然而问题是没人知道具体应该怎么做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一笔信用衍生产品

答案就藏在信孚银行在20世纪90年代策划的两笔奇怪交易中。在主席查尔斯·桑福德和总裁尤金·桑福德(Eugene Sanford)的领导下,信孚银行俨然成为了一个衍生产品实验室。今天我们认为理所当然的许多衍生产品都是出自信孚银行的实验。这家银行首先提出了我们现在称呼的信用衍生品。

第一笔交易就是简单的全部回报互换,这现在已是金融工程师工具箱中的常用工具了。一家银行的一个重要客户想要借更多的钱,这家银行想满足其要求但是又不愿意增加自己的信用风险。这个产品的结构很简单:银行在贷款给客户后与信孚银行进行了一个全部回报互换。信孚银行从银行那里获得贷款的利息,它也承担资本上的任何收益或损失;相应地,信孚支付给那家银行一笔费用。那家银行仍然是债权人,不过不再承担风险。信孚银行实际上也没有承担风险,它通过卖空那家公司的债券来对冲它的信用风险。这就是没有风险的信用。这是一种超越时代的做法。

第二笔交易发生在更早以前。信孚银行拥有很多日本银行发行的深度价内期权。这意味着信孚银行在日本银行那里有着大量的信用风险。这些银行也陷入了财务困境:错误的信用决策导致了大规模损失,有几家银行破产了,剩下的情况也好不到哪去。信孚银行在此之前就希望能消去这些风险。问题是"怎么做?"

当时的市场环境很重要——利率很低,贷款的利润很薄。投资者都在寻找"高回报"。信孚银行找到了一个两全其美的办法。投资者从信孚银行那里购买一种五年期的债券。这些债券是与五家信用评级为A的日本银行相联系的。这种债券支付投资者很高的利息,比如说是LIBOR+0.8%。对于等级为"A"的日本银行,投资者在正常情况下只能获得0.5%的溢价。

如果五家银行中有任何一家违约,那么投资者将遭受损失,他们将不能收回本金。相应地,他们得到违约银行发行的债券。交割的债券将和投资者的初始投资具有相同的面值,但是违约公司的债券价值将少得多——通常只有初始投资的40%不到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是“第一个违约”篮子。这个产品结构简单，很受投资者欢迎。回报更高，风险看起来没变。他们可以在他们的投资指南下做这样的交易。毕竟，他们可以直接购买篮子中的银行发行的债券。任何事物都不简单，额外的回报总是伴随着更大的风险。

“第一个违约”篮子的风险同单个银行风险是完全不同的。在五年内，信用评级为 A 的公司平均有 0.54%的概率会违约(也就是说破产)。单一的公司是不会“平均”违约的——公司要么违约，要么不违约(结果只有 0 或者 1)。没有公司会违约 0.54%。违约概率是说如果你借钱给 200 家独立的“A”级公司，那么平均说来，200 家中的 1 家将违约。

我们可以简单计算“第一个违约”篮子的违约风险有多大。0.54%的违约风险意味着企业存活的概率是 99.46%(1－0.54%)。假设银行违约彼此不相关(就是相关系数为零)。这就意味着所有五家银行在五年内都存活的概率为 97.33%[使用$(1-0.54\%)^5$ 计算]。反过来说，至少有一家银行违约的概率是 2.67%(100%－97.33%)。这等同于信用评级为“BBB－/BB＋”债券的风险。这远远高于任何一家等级为“A”的银行的信用风险，如果你一开始这样认为的话。

投资“第一个违约”篮子也有杠杆效用。如果你投资了 2 000 万美元，你实际承担的风险就是 1 亿美元，因为五家中任意一家破产，你的 2 000 万美元就拿不回来。不过损失最大不会超过 2 000 万美元。你也可以据此认为不存在杠杆效用。

投资者还学到了一个新名词——违约相关性。违约相关性为 1 表示“第一个违约”篮子中的公司将同时违约—— 一个破产，全部破产。这和单独地购买这些银行的债券结果一样。如果违约的相关性低，投资者面临的风险额更大；在 20 世纪 90 年代初，很少有人认识到这种风险。没有人真正思考过违约相关性，但十年后它成为了一个炙手可热的领域。银行的投资者狂热地交易与之相关的产品。他们其实仍然不清楚它的含义或者如何来度量它。

“第一个违约”篮子的设计是非常巧妙的。投资者可以承担额外的风险，并且很多投资者甚至不知道自己承担了更大的风险。其他的一些人尽管知道，但他们乐于在规则允许下承担风险——他们可以不用采取杠杆措施而获得杠杆效用，信手以极小的成本消去了极大的风险。

每个人都很开心，至少在日本信贷银行(NCB)倒闭以前是这样。绝大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数日本银行的篮子中都包括了日本信贷银行。这并不奇怪——精明的分析师总是会将日本信贷银行其放入他们的篮子。当投资者知道日本信贷银行在“第一个违约”篮子中时，他们是第一个哭的。

远程信用

信用衍生品没有一夜成名的经历。许多最开始的开拓者们对衍生品市场的缓慢发展深感失望，许多人转行了。直到20世纪90年代末，信用衍生品市场才开始蓬勃发展起来。突然间，人们谈论信用衍生品超过了利率衍生品，信用衍生品成为了衍生品市场中交易量最大的产品，那些开拓者推出的时间太早了。

信用衍生品发展的突破是信用违约互换(credit default swap，CDS)的诞生。CDS的思想很简单。假定银行的一个客户贷了一笔款，这家银行想出售这笔贷款的风险，因为在这个客户、产业、国家的风险头寸太大。这就是所谓的风险集中(与风险分散化恰好相反)。或者是银行担心这笔贷款得不到偿还。原因不重要，反正银行就是想卖掉这笔贷款的风险。

这家银行找到了愿意买下这笔风险的买家。他们喜欢这个公司，他们在这个公司、产业、国家上的风险头寸小，他们不相信这个公司会破产，他们没有意识到风险。不管是什么原因，反正这个投资者乐意承担这笔风险。双方开始做信用违约互换的交易。

根据CDS合约，银行付给投资者一定的费用，这有点类似贷款的利润。投资者同意当公司违约时补偿银行损失。这可以用图9.1表示。

CDS有点类似为避免公司破产而购买的保险。银行实际上是对贷款的风险进行了再保险。但是这不能称为保险，只有取得了保险职业资格的机构才能卖保险，没有执照卖保险会遭到起诉。更重要的是，CDS合约是无效的——它们根本不存在。

这里还有其他的法律问题。保险法中充满了拉丁文条款。“Uberrima fides”就是其中之一，它的意思是“坦率诚实”，寻求保险的人必须公开所有可能的风险信息。信用衍生品是一个“货物出门概不退换”的世界——投资者要小心了！如果将CDS合约看作保险合同，那么这个保险合同可能不会被强制执行。卖出保护的一方(这个例子中的投资者)可以认为合同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

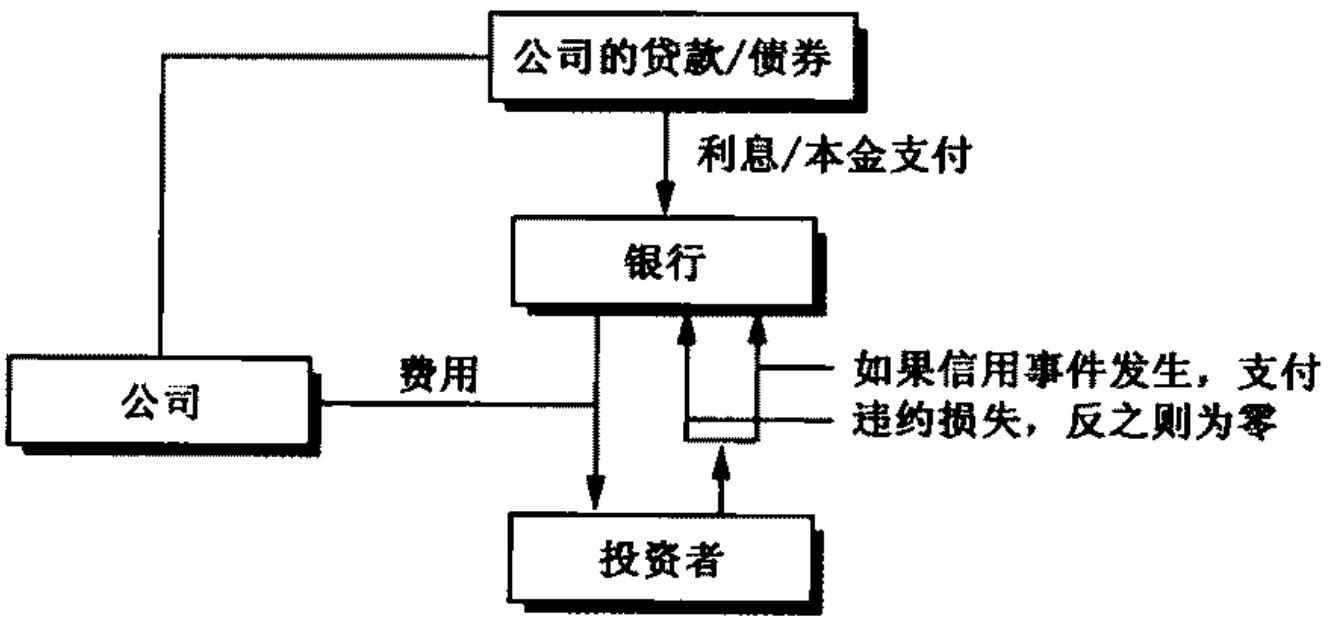

图 9.1 信用违约互换

中没有公开全部风险信息。购买保护的一方掩藏了他们知道公司即将破产的事实。

保险法要求"被保险利益"的存在：买保险的人必须证明损失确实发生了。当银行有贷款时，这个问题不存在。如果银行没有贷款，只是在那家公司是否破产上进行投机，那就不存在真实损失。

衍生品行业没能解决这个保险问题。这还得依靠法律界。一个当地的律师准备写文章说明 CDS 不是一份保险合约。这个律师认为因为在 CDS 中你不需要出示被保险利益，所以这不是保险。这个推理有些奇怪，也违反了许多逻辑规则。但是这个结果是每个人都想看到的。

CDS 发展起来了。它具有很多优点：你不需要再理会那笔贷款，你不需要征得借款人同意，你不需要再对贷款做各种匹配，你可以调整定价。贷款还在你的资产负债表上，但已没有风险。

通过 CDS 你可以卖空信用，你可以在一个公司经营不佳时获利。在 CDS 出现以前很难做到这一点。CDS 是衍生品，属于表外项目。它的杠杆效用可以无限大，CDS 也可以成为致命的杀手。

关于 CDS 合约还存在其他几个问题。通常情况下，银行是与客户直接打交道的。银行贷款给客户，与客户直接签订贷款合约。CDS 合约与合约中涉及的贷款是独立的两份合约。CDS 合约实质就是两个人就借款者是否会还钱打赌，它与贷款本身并无直接联系。这是一种远程控制信用，有时这个距离非常远。

此外，CDS 的问题还与法律文本有关。CDS 开始作为一种衍生品交易时，交易商就雇了律师来起草合约。大型法律事务所像银行一样分成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若干部门。衍生品的律师并不非常熟悉各类设计复杂的贷款合同。

ISDA(国际互换交易协会)的参与使这个问题更加复杂了。ISDA 最大的贡献是制定了一系列标准的衍生品合约。ISDA 同样希望设计出标准的 CDS 合约,并成立一个由市场从业人员组成的委员会解决这个问题。这就是信用衍生品市场交易协会,它被人们不客气地称作“六人帮”。试图标准化 CDS 合约的行为相似于文化大革命时期的“四人帮”。

历史上曾出现过三种版本的标准合约——1998 年版、1999 年版和 2003 年版。也有很多补充条款和说明事项。委员会主要由 CDS 的交易商组成,他们最关注的是交易。他们对信贷市场并不是很了解,尤其是在市场的形成期。交易商希望信用变得和货币一样——同质化、标准化、可交易、可流动。问题是信用风险不是这样的。

最终证明文本的细节中有鬼。律师们一点也不在乎——他们只知道收取高额费用解决问题。下面就是文件出问题的一个例子。

认错人

CDS 合约的核心是信用风险的来源实体,也就是那个“参照实体”。你可以认为这个很直观,但实际上很难明确。

公司的经营运作是通过令人迷惑的实体进行的,这主要是财务方面的考虑——为了避税。如果要建立有效的套期保值,那么参照实体应该是你借钱的那个实体。不幸的是,CDS 市场只关注集团中的主要公司,你经常选择的是一个相关公司来对贷款进行套期保值。这就是传统的基差风险。

参照实体的存在是很有帮助。1998 年 8 月,俄罗斯政府违约了,这是它在 20 世纪中的第二次违约。许多 CDS 是基于“俄罗斯”的,可是“俄罗斯”根本不存在。俄罗斯的债务是由很多实体发行的。有卢布标价的高值利率国库券(GKO)和联邦放款债券(OFZ)。还有俄罗斯外贸银行发行的 PRINS、LANS 和 MinFin 债务。每个人都知道俄罗斯违约了,俄罗斯政府也公开宣布了。然而,明确 CDS 中的参照实体是否违约是另外一回事。

合约双方协商确定参照实体也是有帮助的。2000 年,两大主要的信用衍生债券交易商——瑞士银行和德意志银行卷入了一场尴尬的纠纷。瑞士银行购买了阿姆斯特朗世界工业公司(Armstrong World Industies,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AWI)的债务保护。AWI后来发生了重组,所有权转移到了阿姆斯特朗世界控股(Armstrong Holding,AH)。AWI向法院提交了自动重组申请书。瑞士银行认为参照实体破产了,要求补偿。德意志银行拒绝赔偿。最后这起纠纷在庭外解决了。

如果参照实体突然发生变化怎么办?如果是贷款,借款者需要获得借出方的批准。在CDS中,双方都同借款者没有直接关系。CDS只是参照了借款者。

美国电话电报公司(AT&T)公司是一个经常重组的公司。这个著名的公司原先已经分成了三个子公司——AT&T、朗讯科技(Lucent)和美国现金出纳机公司(NCR)。现在它又宣布重新分为四个独立实体。管理层着迷于在这艘快速下沉的船上重新摆放甲板上的椅子。一个交易员问我,如果你用CDS购买了AT&T公司的债务保护,在此次分解后将发生什么?我说按照所罗门以前的做法应该将CDS合约分成四等分。如果CDS合约价值2亿美元,那么你就在每个公司上拥有一份价值5 000万美元的合约。那个交易员用怀疑的眼光看着我。这样做当然是很愚蠢的。

ISDA设计的标准CDS合约明确了信用保护应该转移到(全部或是大部分)继承了原公司债务的新实体上。每个人对"大部分"的看法都不一样,"六人帮"因此发生了争吵。后来旨在明确"新的"参照实体的新条款描述如下:

- 继承了原参照实体75%债务的新实体。
- 如果没有达到75%的实体,那么新实体包括所有承担了25%～75%债务的实体。CDS分解成与新实体数目相同的份数。
- 如果没有实体承担25%以上的债务,那么原公司的继承者将被视为新的参照实体。
- 如果没有实体承担25%以上的债务并且没有继承者存在,那么承担债务最多的新实体将被视为CDS中新的参照实体。

我的想法没有这么傻,这根本解决不了这个问题。如果你买了信用保护,贷款实际上转移到了一个新实体上,而CDS却被分成了几份。如果你出售了信用保护,你不知道你最后要承担哪个实体违约的风险。信用部门的官员经常提到"明确客户"的重要性。在一份CDS合约中,你不能确定你的客户是谁。

新的条款没有起到实质的作用,至少不是在每次交易中。2002年9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月，六洲酒店(the UK hotels/pub group six continents，6C)分解成了洲际酒店集团(Inter Continental Hotels Group，IHG)及米切尔和巴特勒酒店(Mitchell&Butler，M&B)，6C成为了IHG下面一个子公司。重组之后6C基本上没有债务了。CDS合约的费用下降了一半——因为6C没有了债务，不会破产。之前购买了6C信用保护的交易商亏了一大笔钱。

交易商在争论“谁继承了谁”。律师们认为根本没有发生继承，他们的结论是IHG和M&B都不是6C的继承者。标准的文献似乎也不能解决6C这个问题。问题回到了起点——一个认错人的例子。

道听途说

如果你能找到合适的“谁”，那么你就可以解决“什么”和“怎么办”的问题。

如果你能找到合适的“谁”，那么你就可以解决“什么”和“怎么办”的问题。“什么”是指引发支付的事件，“怎么办”是指你需要怎么做才能获得支付。对贷款者来说这很简单。这里的“什么”是你得不到支付；“怎么办”也显而易见，你就是得不到支付。对CDS来说，事情就复杂了。

这里的“什么”是“信用事件”。最常见的得不到支付的情况是破产(法庭告诉你，你不能得到偿付)、否认、拒绝或是延期支付(借款者无耻地告诉你，你得不到支付)，或者是因为重组(债权人追着贷款跑，借款者好像愿意还钱，其实他们不想还)。实际中，重组之后又会有新的重组或是其他事件出现。

破产往往带来挑战，特别是在异国管辖范围内。1998年10月6号，中国人民银行(PBOC)宣布广东国际信托投资公司(GITIC)无力偿还债务。中国人民银行要求广东国际信托投资公司停止业务经营以保护债权人的利益，并吊销其营业执照。中国人民银行指定中国银行和广发证券公司作为广东国际信托投资公司的银行资产和证券业务的保管人。广东国际信托投资公司还有其他的一些业务是赢利的(通常是非金融业务)，可以继续经营。中国人民银行还成立一个清算委员会来清算广东国际信托投资公司。

一个公司怎么可以一部分破产，而另一部分继续经营呢？中国人民银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行怎么可以不依靠法律机构单独处理这个问题呢？中国的破产法刚刚颁布，之前还没有先例。交易商想搞清楚这些公告是否表明广东国际信托投资公司在CDS合约中算是破产了。最后交易商认为这属于“拒绝支付”。毕竟，中国人民银行宣布了广东国际信托投资公司不会偿还它的债务。

关于“怎么做”更加可以耍花招。CDS交易依赖于公开信息，这些信息可以从报纸上得到。你没有别的选择，你需要能够判断CDS中引发支付事件的客观依据。这里有一些常识限制——CDS中信用保护的买方或卖方不是公开信息的唯一来源。

德意志银行和澳新银行(ANZ bank)在莫斯科市政府的债务问题上发生了纠纷。报纸上出现了莫斯科市政府违约的消息。消息的来源是基于莫斯科市发行的债券的信用保护买方大和证券欧洲股份有限公司(Daiwa Europe)。这条消息公布后引发了德意志银行对大和证券欧洲股份有限公司的支付。德意志银行也是另一笔与澳新银行CDS交易中信用保护的买方。于是它也根据这条消息要求澳新银行支付。

澳新银行拒绝支付。它认为莫斯科政府已经偿还了大和证券欧洲股份有限公司75%的债务。大和利用这条消息要求德意志银行补偿，因此没有损失。德意志银行也要求澳新银行补偿，最终也如愿以偿。信息公开的方式或者细节是否清楚地公布并不重要。

有保证的交割

关于“付多少”也是可以耍花招的。有两种支付方法：现金结算或实物交割。记住，这里的“多少”是指如果参照实体违约了，你在贷款上的实际损失。

现金结算要参考市场价格。假定某家宣布破产后的债券价格是面值的25%。对于100美元的债券，通常兀鹫基金(vulture fund)——或者更礼貌地说是廉价债务的交易商，愿意出25美元。这就是交易员们认为公司在被破产法庭进行资产清算后将偿还的数目。如果你拥有债券，那么你的损失是75%，或者是每100美元损失75美元。CDS将补偿你这75%的损失。如果票面价值是1亿，那么你将得到750 000万美元的补偿。

问题的关键是如何确定债券违约后的市场价格。首先，市场上要有参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照实体发行的债券存在。这里假设人们愿意交易违约公司的债券，在倒闭或即将倒闭的公司上打赌。

亚洲金融危机过后，我在一家投资银行做 CDS 结算工作。我和一名律师受雇负责这项工作，交易商们总是忙于做自己的交易。后台也不想了解 CDS 合约，交易商错信了自己正确结算合约的能力。我们俩是薪水最高的两个结算员。

我经常做一种“交易员意向调查”，就是给一堆交易员打电话，询问他们愿意出多少钱购买违约债券。我发现价格很难确定出来。前景不明的印度尼西亚、韩国和泰国公司倒闭后，他们的债券也好像消失了。许多交易员报出了一些离谱的价格，然后捧腹大笑。我做的工作是他们听过的最好笑的事情。

如果没有出价，价格就是零。信用保护的卖方将要补偿买方全部的损失。1 000 万美元 CDS 需要补偿 1 000 万美元。他们可不觉得我的工作很好笑。

实物交易的目的是克服现金结算的缺点。信用保护卖方支付买方面值，比如说是 1 000 万美元。卖方获得 1 000 万美元面值的违约债券。实际支付和违约债券价值之间的差额就是卖方的损失，也就是购买者得到的补偿。

用于实物交割的债券也可能存在价格上升的情况。例如，在 1997 年金融危机前，韩国的 CDS 常用韩国发展银行(Korean Development Bank)发行的一种 2007 年到期的债券进行交割。CDS 实物交割对这种债券的需求大约是市场上这种债券数量的 6～8 倍。韩国发展银行的债券的空头数目非常巨大。信用保护的买方争相高价抢购这种债券以锁定 CDS 合约中的收益。韩国发展银行的债券在韩国出现金融危机后价格反而上升了。

市场上的聪明人想出了一个“交割篮子”来解决这个问题。任何符合相关标准的债券和贷款都可以用来交割。这貌似是一个聪明的办法。不幸的是，这又催生了最便宜交割(CTD)选择权。假定参照实体破产了，信用保护的买方有一笔将要损失 60%的贷款(回收率大约在 40%)。在市场上，有一种债券交易的价格是面值的 25%；那么保护的买方将选择买入该 CTD 债券并进行交割，从而获得 75%的收益(收益比真实损失多出 15%)。

绝大多数的信用保护购买者都会选择最便宜交割，信用保护的卖方因此会遭受更大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时候这个交割“篮子”也会失灵。2002 年，德州公用事业公司欧洲分公司(TXU Europe)申请了破产。交易员们后来发现市场上根本没有可以用于交割的债券或是贷款，信用保护买方不能结算 CDS 合约来得到补偿。2005 年，通用汽车(General Motors)的信用评级降到了“垃圾”的级别。“垃圾”意味着债券不是投资级别的，信用等级非常低。CDS 市场上许多合约的参照实体是通用汽车公司。交易员们后来发现 CDS 合约实物交割对通用汽车公司债券的需求是市场上数量的四倍。这跟韩国当时的状况一样。

重－重－重－重－重组——CDS 结巴了

重组是一个有争议的信用事件。银行不愿意接受借款者的真实情况，他们总是进行贷款重组、延长偿还期、改变偿还安排。这些借款者都是等待救济。这是一场信心战胜经验的胜利。CDS 合约认定贷款的重组是一种信用事件。这是实质对语义的胜利。

问题在于如何定义“重组”。最初，国际互换交易协会的 CDS 合约认定是有“实质上”的变化(律师们更喜欢“实质的”而不是“合理的”)。1999 年的定义确定了信用重组的范围。它提出了一种客观的检验方法：重组是指(1)债务评价发生变化；(2)支付货币发生变化；(3)利息或本金减少；(4)支付时间改变。这些变化也必须是参照实体信用下降的结果。我为新条款清晰的界定鼓掌。康西可(Conseco)的例子就说明了它有多清晰。

康西可是美国一家大型的保险/金融服务公司。它的信用评级下降了。2000 年，它与两家大型银行商讨“重组”贷款。这些更改包括了更长的偿还期、更高的利率以及其他的一些新条件，这改善了贷款者的情况。在基于康西可的 CDS 中，偿还期限的延长是一种信用事件。

参与康西可贷款“重组”的债权人同时也在 CDS 市场中购买了保护，这就产生了“道德风险”。因为贷款的重组在 CDS 中将被视为信用事件，这些债权人将从中获益。贷款者在“中国墙”下找到了避难之处。

康西可在外有大量债务。在这次债务“重组”之后，短期债券的交易价格是面值的 90%，延长期限债券的交易价格是面值的 60%～70%。记住，信用保护的买方可以选择“篮子”里任何债券或贷款进行交割。买方利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最便宜交割规则选择那些价格更低、期限更长的债券进行交割。信用保护的卖方这回亏大了。

市场处于一片喧嚣嘈杂中。如果将债务“重组”视为一种信用事件，一些交易商将拒绝出售信用保护。这就是所谓的“非重组”(no restructuring,NR)。有些交易商同时对“重组”(R)和“非重组”的债券进行报价。他们对“重组”的CDS收取更高的费用，但是没人知道他们是如何计算出其中的差额的。我听说是根据市场愿意承受的程度。市场的管理者介入了，将信用重组从CDS信用事件中排除是对保护购买方的一种惩罚。市场一片混乱。

经过一年的思考，“六人帮”做出了两点改变：今后对平行贷款作出的重组将不再视为是一种信用事件；并且，对贷款的重组至少要获得4个以上不相关债权人或绝大多数债权人(2/3)的同意。如果贷款重组引发了信用事件，信用保护买方的交割选择权将受到限制。可以用于交割的交割品必须是在信用重组日后的30个月内到期。这一点限制了最便宜交割选择权的使用。这是一种“修正重组”(modified restructuring,MR)。

欧洲和美国在“修正重组”上产生了分歧。美国的银行普遍认可它，而欧洲的银行却很讨厌它。美国人总是对法律规则做手脚——欧洲人不会这么做。在欧洲存在一个实际的操作问题：可以用什么交割？

2003年，国际互换交易协会公布的CDS合约新定义进一步证实了当前的解释。律师们总是不断地追求“改进”。2003年的CDS标准合约又创造了第四种“重组”形式——再修正的重组(modified modified restructuring,MMR or Mod-Mod-R)。这种更改规则允许信用更改后可以用60个月内到期的债券或贷款进行交割。

“重组”、“非重组”、“修正重组”、“再修正重组”规则都在市场上存在。对于应用不同规则的合约，交易商支付不同的价格；没人真正清楚其中的风险；没人清楚“修正重组”和“再修正重组”是否真正起作用。“六人帮”做了衍生品世界中最不讨好的工作。

在推和拉之外

CDS很巧妙，但只能让银行将信用推来推去。在一家公司身上风险头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸过大的银行购买保护，风险头寸小的乐意出售保护。这就是信用市场上的“推和拉”。

> 在一家公司身上风险头寸过大的银行购买保护，风险头寸小的乐意出售保护。这就是信用市场上的“推和拉”。

银行只能从别的银行购买保护。国际清算银行制定的管理规则要求银行必须持有准备应对信用风险的资金。如果一家银行给一家公司贷款，那么对于每 100 美元的贷款，它需要至少8美元的准备金。如果它对风险进行了套期保值，那么它就需要减少所必须持有的准备金。

银行不得不支付一笔费用，这降低了它的回报。从股东价值的角度来看，它需要减少准备金，否则风险调整后的资本回报率会降低。只有通过经济合作发展组织(OECD)的政府或者银行进行套期保值，贷款的准备金才能降低。在现实操作中，这就意味着你需要从 OECD 的银行购买保护。这家银行必须具有很好的信誉。从一家比参照实体更可能破产的银行购买保护是没用的。然而，信用评级高的经济合作发展组织的银行并不多。

如果想走出“推和拉”的圈子，银行需要将风险转移给投资者。传统上，投资者很乐意购买政府债券、股票或者其他资产。现在他们又被一种新的“资产”说服了。银行家们涌向投资者、他们的上司，还有资产咨询师们，高唱着一首动听的歌曲——“债务是一种新的投资选择”。

这里有“分散化”——债务和其他资产不属于同一类。这里有“回报”——信贷风险给予你高于政府债券更高的回报。这里也有“波动性”——风险的回报不断波动。福特汽车的信用风险溢价在 1%～6%之间波动。兴奋的投资者立刻认为凭借他们出色的技巧一定能从中大赚一笔。他们不在乎波动性可能会转化成损失。这些他们同样“明白”。

以下才是真正的原因。信用投资发展起来的时候正值其他产品的市场都很疲软。21 世纪初，资本市场的繁荣结束了，债券的收益降到了最低点，股票市场上出现了泡沫，随后又有大量的资金逃离。市场中唯一的游戏只剩下了信用和对冲基金。投资者发现了“信用”，它是，看起来是，一种新的资产。

问题是如何将信用风险转移到投资者身上。和 CDS 不同，信用属于表外项目，并在最开始不需要本金。他们对现金应作何处理？糟糕的是，他们想到是衍生品—— 一种大规模杀伤性武器。衍生品专家们拿出了古老的债券抵押证券(Collateralized Bond Obligation，CBO)。虽然形式上有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些不同，实质还是一样的。

CBO 是迈克尔·米尔肯(Michael Milken)和德崇证券(DBL)设计出来的。其中，DBL 还是垃圾债券(非投资级别的公司发行的债券)的发明者。CBO 被用于对垃圾债券进行打包。监管法规要求持有垃圾债券的保险公司必须同时持有大量的准备金。为了绕开这项规定，保险公司把这些高收益的资产打包成 CBO，并将风险较大的部分卖给它的持股公司(持股公司不需要持有准备金)。现在，更为现代方式的 CBO 是用来为投资者打包信用风险的，它甚至被赋予了一个新的名称——CDO(债务抵押证券)。

模仿与奉承

19 世纪 70 年代，抵押品证券化在美国发展了起来。一开始，银行都有抵押贷款，它们需要等 30 年才能收回全部贷款。现在，银行将一部分贷款卖给 SPV(特殊目的载体)。SPV 在市场上发行证券，筹得资金用来支付购买抵押品的钱。这就是抵押支持证券(mortgage backed securities，MBS)。

银行不断收集借款人的还款，并将这些还款通过 SPV 作为利息和本金转付给 MBS 的投资者。事实上，MBS 的投资者拥有着抵押品和现金流。他们的风险在于住在奥马哈市的史密斯夫妇。如果史密斯夫妇不偿还贷款，那么 MBS 投资者就会有损失。抵押品最大的好处是损失非常非常小——多数人喜欢自己头上有个屋顶。

抵押品债务人的支付和 SPV 付给投资者的之间有一定的差额，这部分就是银行的“收获”。这完全和“资本流动速度”有关。一旦银行打包销售了一份抵押贷款，它就可以销售更多。然后，它们就可以一遍遍地重复整个过程。

20 世纪 90 年代，MBS 市场的规模非常大。交易商比电视中的明星厨师更有办法切分抵押品。MBS 结构的复杂程度达到了仅次于衍生产品的程度。最开始 MBS 发行时，会有彩色编码和风险警告，但这些只不过是些表面文章，没有几个投资者真正明白。对于信用来说，这是完美的技术。

最开始的 CDO 是对 MBS 的模仿，后来又有了 CLO(贷款抵押证券)。银行将贷款卖给 SPV，SPV 在资本市场上发行债券融资买下这些贷款。其示意图见图 9.2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

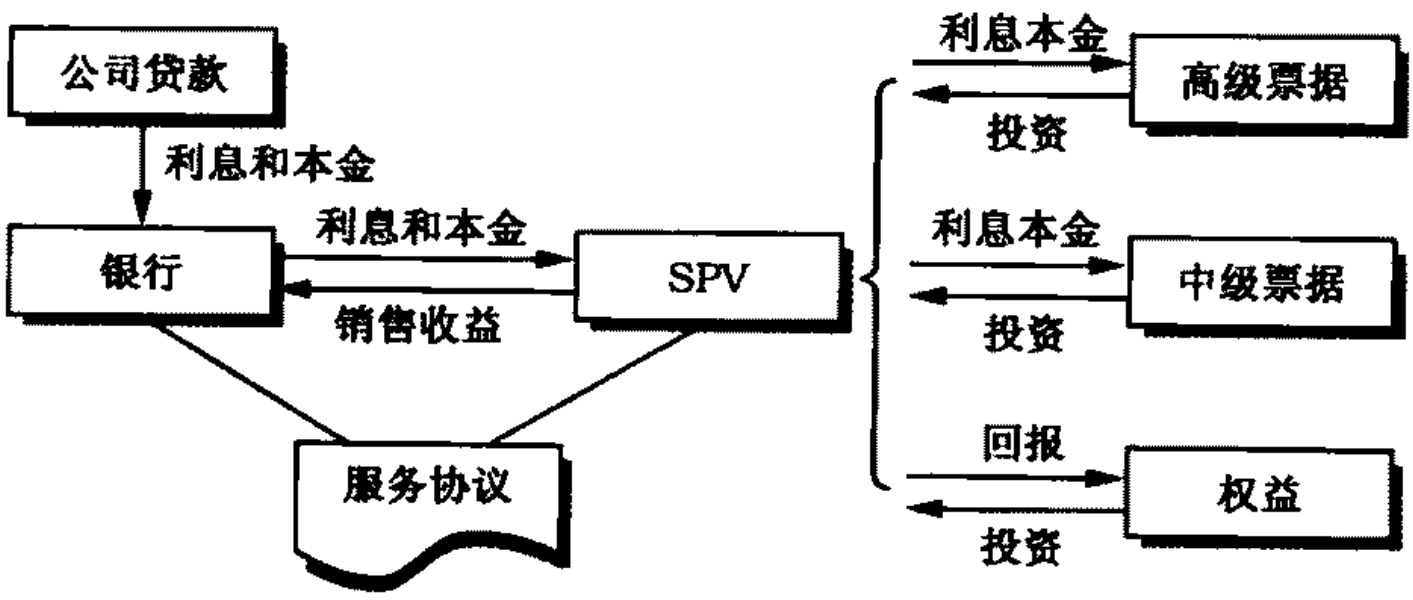

图 9.2 贷款抵押证券

银行将贷款转卖给 SPV 其实是相当复杂的，这样做需要征得借款者的同意，也可能引起一系列的法律和客户关系的问题。有的银行根本不敢这么做。一家银行试图将一些贷款证券化，后来不得不成立一个电话服务中心来回复恼火的客户的质询。这些客户都想知道自己的贷款是不是被卖了。

很多的公司贷款都是“循环”的，公司可以偿还了旧的贷款然后又重新申请新的贷款——这等同于信用卡。问题是，如果借款者偿还了钱，它们将流向投资者。如果借款者想要重新用这笔钱，它应该找谁？

CLO 的结构只能处理简单的贷款。现在银行的信用风险越来越复杂，大型银行的风险头寸还包括衍生品交易。这种风险不能通过 CLO 转移，这需要一种更好的“捕鼠器”，这时合成证券化(也称作合成 CLO)出现了。

合成 CLO 是偶然产生的，它是一种由 J. P. 摩根发明的分红引导交易(bonus led transaction，BLT)。第一笔交发生在 1997 年 9 月，大概是亚洲金融危机发生 6 个月后。市场当时如惊弓之鸟，J. P. 摩根的世界一流的信用衍生品团队曾经承诺在年底前销售 100 亿美元的银行信用风险。这在当时看来是不可能做到了。

J. P. 摩根团队在被逼无奈的情况下设计出了迄今最为出色的信用衍生品。这笔交易的名字叫做 BISTRO(broad Index Secured Trust Offering)，它给投资者提供了一份信用领域的“自助餐”[1]。

合成证券化背后的思想是转移风险而不是贷款本身，这体现出了这个团队的杰出智慧。合成证券化的示意图见图 9.3。

[1] 编辑注：因为前句的 bistro 在英文里还有小酒馆、小餐馆的意思，所以有此比方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

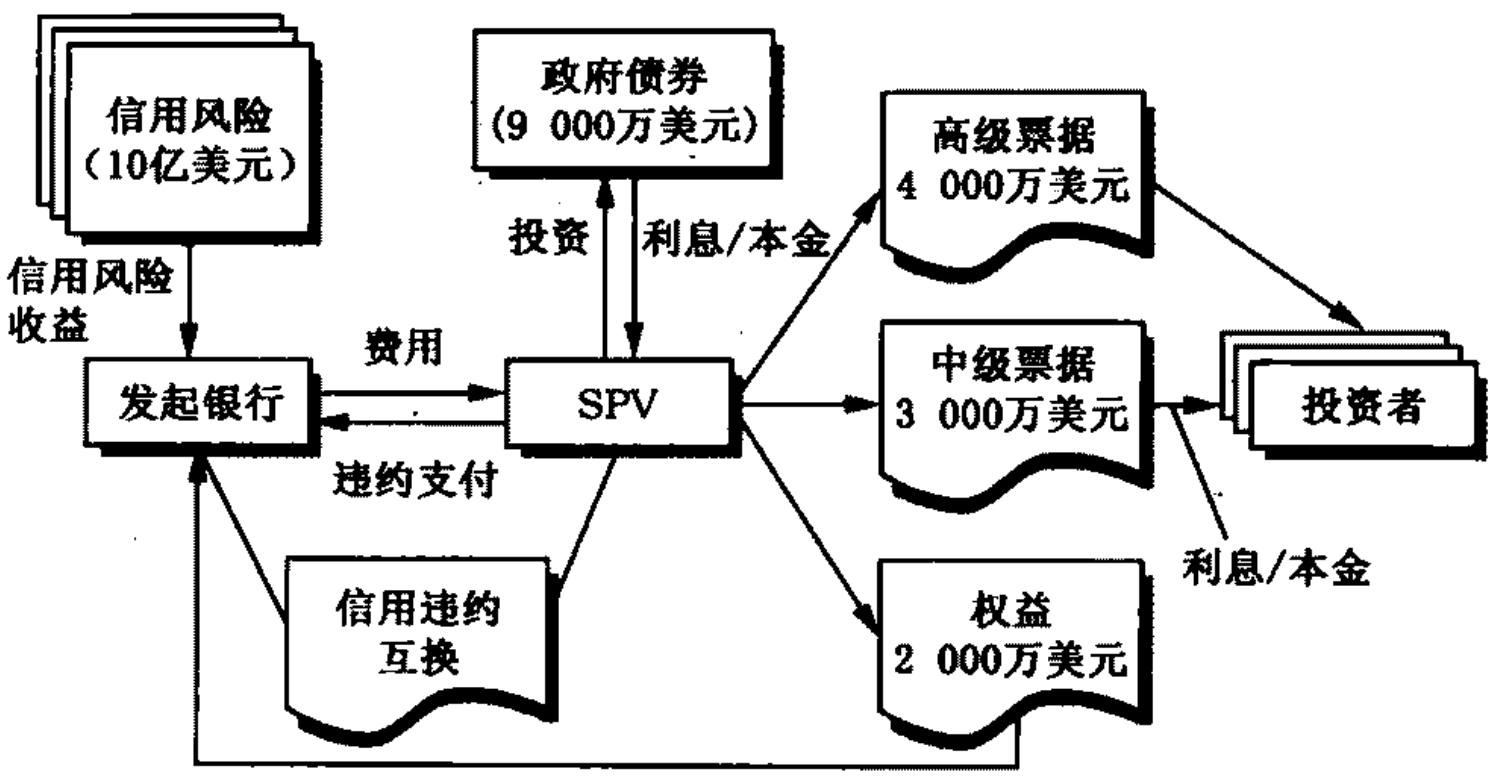

图 9.3 合成证券化

银行没有出售贷款而只是同 SPV 进行了一笔 CDS 交易。SPV 获得一笔费用，如果银行在 CDS 参照实体上发生损失，SPV 将补偿银行损失。同正常的 CLO 交易一样，SPV 从市场上融资。获得的资金不再用于购买贷款而是投资政府债券。如果参照实体破产，那么政府债券可以保证 SPV 能补偿银行损失。

合成证券化解决了标准 CDO 中存在的问题。银行只是将贷款风险转移，所有权没有改变，因此不需要征得借款者的同意。你也不需要再担心“循环”的问题。这种产品可以使你转移任何形式的风险——不只是贷款。它还有一些其他方面的优点：更加便宜，也有很大的杠杆效应。

第一笔 BISTRO 交易让 J. P. 摩根卖出了 972.2 万美元的信贷风险。创新扭转了局势，奖金获得了挽救。市场给了 J. P. 摩根最大的赞誉——它们毫无羞愧地模仿了这个结构。如今，这成为了向投资者转移信贷风险的主要手段。CDO 就是市场模仿与奉承的证据。

信用分档冲突[1]

在 CDO 中，SPV 是一个“迷你”银行。它直接或间接地拥有贷款。另

〔1〕 编辑注：关于信用分档冲突(tranche warfare)，详见查普曼大学(Chapman University)法学院教授库尔物·埃格特(Kurt Eggert)的相关研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方面，它有权益、中级债务和一般债务。中级债务是次级债的别称。中级债投资者回报率很高但是支付的优先级低于高级债。银行经常发行次级债，因为成本比股票低。“次级”好像有点侮辱的味道，所以又叫中级债。

真正的战术表面上是看不到的。银行经营要遵守监管部门制定的规则；另一方面，SPV 却完全不受监管。银行可以运用 CDO 卖掉贷款，这没有违反规则。正如我们后面将会提到的，这是一种“资本观点”。另一个技巧与 SPV 的债务有关。SPV 像普通银行一样发行股票、中级债和高级债，这就是 SPV 的资本结构，它分割了不同的收益和风险。证券化直接将收益和风险传给投资者，但是你不再需要平均分配。

你可以设计出风险收益完全相同的 CDO，所有的票据投资者共担损失。CDO 中对风险进行了分档。投资者承担的风险是不相同的。一个简单的 CDO 如图 9.4 所示。

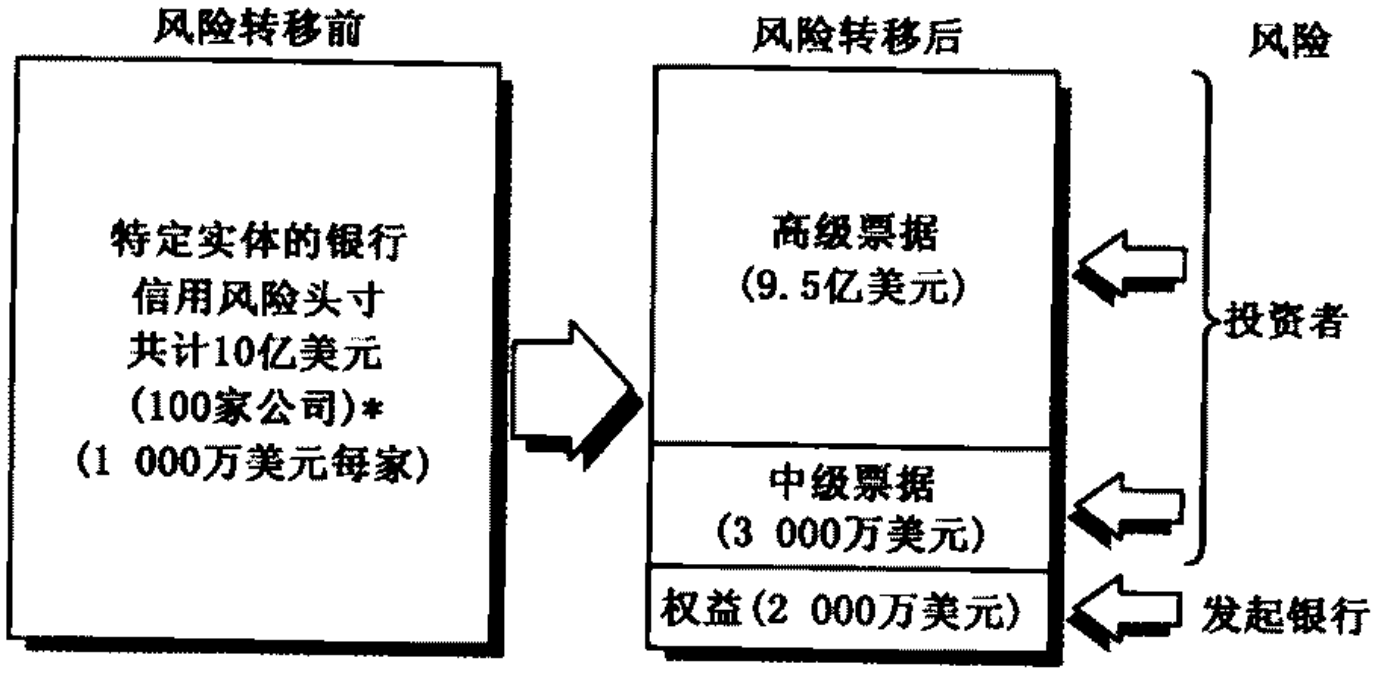

图 9.4 债务抵押证券资本结构

CDO 中的股票大部分或全部为银行持有。中级和高级票据卖给保险公司、基金管理公司或是有钱的私人投资者。不知为何，澳大利亚和新西兰的养老基金和有钱人特别喜欢投资中级票据。

高级票据的投资者首先得到支付。如果发生损失，首先损失的是权益。如果损失超过了权益的部分，中级票据投资者就要承担损失。高级票据投资者只有在损失大于权益和中级票据价值之和时才会遭受损失。中级票据和权益投资者获得高回报，承担高风险。这就是分档。

CDO 的风险分档是一种掩饰的魔术。投资者被告知他们持有的是“多样化的”的资产组合，并且所承担的信用风险是为投资者量身定做的。每个人承担的风险都不一样。这都是聪明的“兜圈子”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CDO 基于的资产组合一般都是“分散化”的。举例说，10 亿美元的资产组合可能包括金额都是 1 000 万美元的 100 笔不同贷款。每一笔贷款都对应着一个不同的公司；资产组合是多样化的；如果你买高级票据，那么你的投资组合也是多样化的。

不幸的是，如果你买的是中级票据或是权益的话，就会存在一个问题。你承担了这个组合中一个小子集的风险。假定 100 家公司任何一家破产，你的损失是 100%（意味着回收率为 0%），这意味着权益投资者承担了前两家公司破产的风险（2 000 美元的损失），中级票据投资者则承担了随后的三家公司违约的风险（3 000 美元的损失）。

权益和中级票据的投资者承担了 100 家公司的前五家破产的风险。问题是他们不知道哪五家公司最可能破产。这完全是和“分散化”背道而驰，这是“集中”风险。一位英国的监管官员曾指出，CDO 中的权益和中级债是“有毒的废物”。承担已经充分分散化的信用风险是最理想的情况。

它是更高级的

信用分档可以制造出不同形式的信用风险。高级票据的评级经常是“AAA”——最高的，其原因是权益和中级票据先承担了一定损失，这就降低高级票据的风险。

中级票据具有易变性，它的评级通常在“A”和“B”之间，具体取决于权益的“厚度”。“厚”的权益降低了中级票据的风险，反之则比较大。不幸的是，风险和收益是相关的。追求高回报的投资者通常都玩了命。为了得到更高的回报，CDO 产品中权益越来越“薄”，风险也越来越大。

中级票据投资者选择评级高的公司进入投资组合来降低风险。一般说来，公司的信用评价越高，权益就越“薄”。上面的例子中，中级票据的评级可能是“A”，回报没有达到要求；为了达到所要求的回报率，投资者需要承担更多的风险。权益比重已经小到只有 1%（1 000 万美元）——中级票据投资者获得更高回报。若 100 家公司中一家以上的公司发生违约，他们就要承担损失。这是在轮盘赌上的信用。

合成证券化引入了更高级的分档形式，风险的分配如图 9.5 所示。在一般的 CLO 中，高级票据并不承担多少风险，CDO 基于的资产组合质量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好。权益和中级票据首先承担开始的损失。保守的评级机构确定损失超过权益和中级票据价值之和的概率是非常非常低的。这是很容易赚的钱。交易商很快发现了这一点。

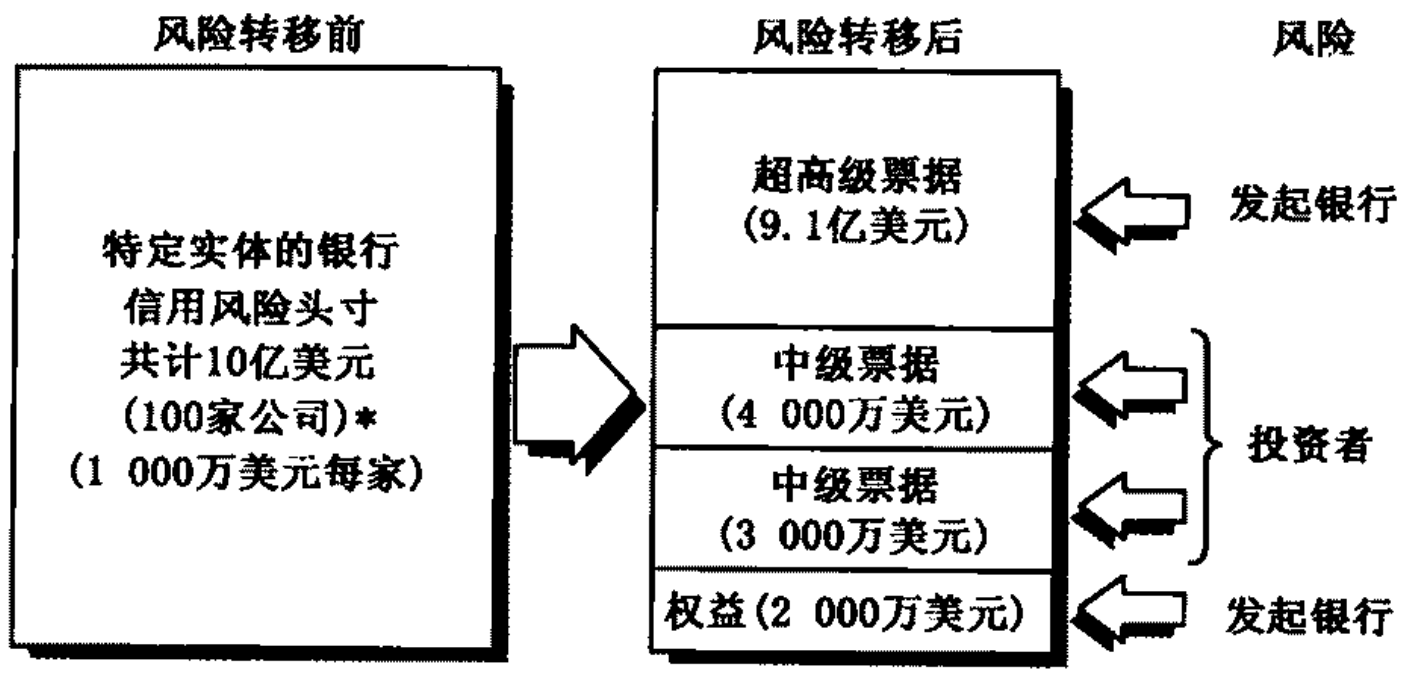

图 9.5 合成债务抵押证券资本结构

在合成证券化中,高级票据部分更小了。发起银行的风险是最小的,损失是最后发生的。如果高级票据的评级是“AAA”,更高级的票据比性生活还要美妙,它几乎是没有风险。发起银行不需要支付给投资者报酬来承担不存在的风险。这使得整个结构非常非常便宜。

一些银行不得不转移更高级票据,否则管理者会对它们进行处罚。这些票据转移给了再保险公司,收益大约是 0.1%。再保险公司的保险精算师几乎不敢相信自己运气。他们估计风险大约只有一个基点(0.01%),这是免费的午餐。

更高级票据微妙地改变了高级票据投资者的风险。在合成证券化中,高级票据部分比更高级部分先承受损失。投资者似乎并不在乎或不清楚风险上的差异。交易商是这场 CDO 信用分档冲突中的赢家。

顶好的主意

银行最开始用 CDO 将贷款风险转移给投资者。交易商还向银行提出一些其他的建议,试图说服银行将贷款全部廉价卖掉。这个建议表面上看是“降低信用风险”,实际上是一种“资本结构管理”。

这种交易不能减少银行的信用风险,银行通常持有 SPV 中的权益部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。首先发生的损失总是由客户承担，这就是“切肤之钱”(hurt money)[1]或“在游戏中剥皮”(Skin in the game)[2]。投资者想确认你卖给他的贷款是否不良。他们想要你承担最先发生的损失。一般地，第一笔发生的损失要远比组合中预期的损失大。银行实际上承担了大部分的风险。

银行贷款一般需要持有8%的准备金。10亿美元的贷款需要8 000万美元的资本准备金。如果做CDO交易，需要为权益投资持有100%的准备金。如果权益部分占2%，根据规则，10亿美元的资产组合银行需要持有2 000万美元的准备金。用行话说就是银行释放了6 000万美元资本金。

假定银行资本回报率是20%，一年后银行可以赚1 200万美元。CDO交易成本是0.35%——350万美元。银行还可以赚850万美元。这是真正的钱吗？释放出来的资本银行怎么用？这里假定了市场充满了投资机会，并且银行的回报率大于20%——如果这一切都不成立，那它可以回购自己的股票。CDS交易帮助银行释放了更多资本，提高了资本回报率；这反过来又促进了CDO交易。

合成证券化也起到了同样的作用。它的成本更低，大约只有每年0.10%～0.15%，或者100万～150万美元。合成证券化以更低的成本提供了各种优点。

只有当银行出售的贷款信用评价在“BBB”以上，CDO才能发挥作用。在实际中，这些公司破产的概率很小。银行卖出了质量好的客户的债权，保留了质量不好的。银行最后还持有了CDO中的权益部分。银行的情况真的改变了吗？在资本回报率说话的时代，很难回答这个问题。CDO只是一个顶好的主意。

套利时代

这个派对几乎没有开始——银行刚开始卖出信用风险马上又停止了。

〔1〕 编辑注：就是自己的钱的意思。借方做交易，其资金除从其他方借，必须有一部分是自己的钱。比方银行或商人银行借钱给个人或公司购买股份时，坚持要求借款的客户自己也必须投入资金。如果股份的价值下跌，贷方会向借方要求附加的资金或担保，这就是更为切肤的钱了。

〔2〕 编辑注：这是由巴菲特创造的短语。指相关的业内高层人士用自己的钱购买他们运营的公司股票，以确保公司是由分享股份的志同道合的人管理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，它们没有那么多的高质量的风险需要进行资产抵押债券的运作。银行的客户开始绕过银行直接从投资者那里融资。银行“非中介化”了。

释放出来的资本实际上很难调动，投资机会也不多。回购股票是没问题的，但是买的有点太多了。

CDO 的赢利水平也在下降。股票分析师们希望银行能够提高资本回报率，保持赢利以一种不现实的速度增长。一味追求资本回报率的银行 CEO 们有“缩短自己与伟大之间差距”的危险。资本回报率的涅槃就是花费零资本获得 1 美元的回报。这是无限的资本回报率，这对 CEO 们来说也是致命的。

CDO 时代正在慢慢走向末路。富有创造力的交易商开始进入了“CDO 套利”时代。最初的 CDO 是表内项目，银行运用 CDO 来转移信用风险并进行资本管理。现在，交易商嗅到了“被低估的”的信用资产的味道，它们买下债券并利用 SPV 对其重新打包。总的目标就是锁定贷款的利息与 CDO 融资利息之间的差额。这个差价是属于交易商的。他们是套利者，投资者被“套利”了。

20 世纪 90 年代末，CDO 套利以史无前例的速度发展着。最后的结局和以往一样以灾难结束。

后遗症

在经历一段时间的高回报之后，CDO 市场在 2000/2001 年撞上了冰山。损失非常大——有一个投资者损失了 10 亿美元。原因很清楚。

当然是信用周期，笨蛋！你投资信用资产，你期望得到什么？随着美国经济陷入衰退，各种巧妙的会计处理又雪上加霜，违约率急剧上升。同时，CDO 的杠杆比率都很高：如果你在 CDO 中购买了 2%的股份，那么你的杠杆比率就是 50。普通银行的杠杆比率一般是 10～12。损失和杠杆比率可不是好伙伴，资金充实、信用评级高的公司也有触礁的，美国石棉公司的负债和加州撤销电力管制就宣称受其之害。

信用周期改变之后，CDO 套利者遭受了沉重打击。CDO 都是基于美国的高收益(垃圾)债券。美国的经济衰退和技术泡沫的破灭使得违约公司的数目创下新高。对于亚洲的传染性危机，东欧和拉丁美洲也无可奈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何。

信用模型根本不管用。平均信用损失被证明是中等的——看起来最坏的情况要坏得多。如果平均结果来自一个产生很大损失的年份与几个没有任何损失的年份，那么模型就不管用。

有一些 CDO 采取了积极的管理措施。经理们都被委任去交易投资组合，这样可以通过卖掉不良资产使损失降到最小。他们通常会因为错误的决策使损失更为严重。

这里还存在“道德风险”。经理们通常要购买 CDO 中的股票，这是为了“共同利益”或是“克服代理人问题”。这是一种不错的想法——当债务损失减少股票的价值时，经理们的私人财富会有损失。这些是他们个人的财富，别人不用担心，但令人担忧的是这种激励发生了偏向。经理们现在还增加了风险；他们买了大量的彩票；收购了濒临倒闭的公司——其债券交易价格大约是面值的 35%。如果这个公司存活下来，大量的收益将归于权益投资者。即便没有成功，经理们的情况也不会更坏，他们的投资已经损失了。居间和优先投资者将承担损失。

优先票据的持有者并不真正有损失。违约率上升意味着权益投资和居间投资的保护减少了。这也是优先债务评级高的原因。当权益投资消失、居间债务更为稀少，高级债务被降级了。“AA”级被重新评定为“A”级或者更低。这些证券的市场价值垂直下跌。

现在高级票据的市场价格显示出了很大的盯市损失。在某些情况下，信用评级下降使得投资者不能再持有这种证券，想卖出去也没那么简单。关于这个“流动”市场的美好前景的说法都是虚幻的——你不能待在这里面，又出不去。CDO 很快成了债务危机(Crisis in Debt Obligation)的缩写。

UFO

21 世纪初的损失不能阻止市场向前发展，一系列的新产品涌现了出来。像 ABS CDO(基于资产抵押债券的 CDO)，CFO(基于对冲基金和私募基金的基金抵押债券)——令人迷惑的 CFO 同时也代表商品基金债券，ECO(基于股票期权的权益抵押债券)，还有 CCO(商品抵押债券)。我在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等待 UFO(非特定基金债券)的出现。这种产品的资产组合是未知的。这是给投资者准备的惊喜。

这些产品中最奇怪的莫过于 CDO^2，一种基于债务抵押债券(尤其是居间票据)的债务抵押债券。这是一种再次证券化。任何带有“re”开头的都表示你付了两次费用。

CDO^2 给投资者带来了丰厚的回报。这种回报是通过购买低估的居间票据获得的。这种产品可帮助交易商从以前的 CDO 交易中摆脱出来。现在对 CDO^2 交易的定价和模型分析还没有一致意见。在 CDO^2 的交易中，原先的 CDO 可能也是一个 CDO^2。如果基础 CDO 被积极管理，基础的风险也会不断变化。你不知道了你承担了多少风险。CDO^2 就像俄罗斯套娃，你一个一个地拿出来，最后就什么也没有了。

当 CDO^2 刚开始出现时，我和尼禄听了一个关于 CDO^2 的主题报告。做报告的推销员不停地说着 CDO^2。尼禄斜着身子认真地提了一个问题，“这难道不是你患上 BSE 的原因吗?” BSE 代表疯牛病的意思。现在又出现了 CDO^3;或者 CDO 的立方(一种基于债务抵押债券的债务抵押债券的债务抵押债券)。信用和结巴似乎总是相生相伴。

极客和希腊字母

市场向着新的模式发展——信用交易时代来临了。运用希腊字母的极客们促成了这次转变。数量分析师在充分了解了衍生品之后，开始将自己的智慧运用到信用上，并得出结论：信用可以像货币或是利率产品一样交易。

你不能准确测量任何一个输入变量的值：你不知道 X 公司有多大可能会违约(违约概率)或者什么时候会违约(违约时间)，你不知道如果它们违约了你可能的损失有多大(违约损失)，你不可能知道 X 公司的违约会对 Y 公司有什么影响(违约相关性)。

这是一种“数据矛盾”。在信用市场上，你不能对任何主张进行实证检验。如果你想问 X 公司的违约概率有多大，它现在没有违约——你也不能从历史中找到答案。数据矛盾的问题难不倒极客们。他们受的训练可不是关于语言学的。他们开始在每张纸上写道：“假设下面条件成立，我可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明……”这是数量分析师之间熟悉的问候用语。

极客们的基本思想是通过交易 CDS 合约，交易员们可以创造出投资者想要的任何形式的信用风险。信用交易时代的杰作就是 STCDO(简单分割债务抵押债券)。

在通常的 CDO 交易中，SPV 买下贷款或者通过出售 CDS 的保护来获得信用风险。SPV 通过在市场中发行证券廉价出售风险，居间和优先票据被卖给投资者。在银行的资产负债表中，廉价出售风险的银行占有了权益。在套利交易中，交易商持有部分或全部权益。交易商没有真正掏钱，买下权益的资金来自交易的费用。通常，CDO 交易的精髓是交易商承担了最小的风险，而将信用风险顺利转移到投资者身上。

STCDO 与通常的 CDO 有着本质的区别。做成一笔完整的 CDO 交易变得越来越困难。CDO 需要时间去推销和执行，而且很难调和不同投资者的需求。STCDO 是一种“私人化”的服务，它是围绕单个投资者设计的。投资者选定目标公司、到期时间、币种、杠杆比率和信用级别，交易商将这些要求综合在一起做成交易。交易员们同时运用市场上的 CDS 来对冲风险。这是“随手可得”的信用、“量身定制”的 CDO。

这里的技巧在于套期保值。在通常的综合 CDO 中，交易商需要卖出所有标的公司的保护；但在 STCDO 交易中，交易商只需要卖出几家公司的保护。为什么？假定 STCDO 针对的是一个购买了 5 000 万美元“AAA”优先票据的投资者。这些优先票据对应的基础资产组合包括 100 家公司，每个公司有 1 000 万美元债务。为了让投资的评级上升到“AAA”级，权益和居间票据需要占到 6%，或者是 6 000 万美元。假设任何一家公司违约的损失是 60%(600 万美元)，权益和居间投资者将先承受最先的十笔损失；优先投资者承受接下来的八家或九家公司违约带来的损失，也就是编号为 11～19 的公司。这意味着交易商只需要交易基于这些公司的 CDS。

交易商需要用信用模型来计算每个标的公司的违约概率——这就是信用 Δ。Δ 告诉你每个参照实体违约的概率。随着时间变化，Δ 也在变，交易商需要根据市场变化作动态套期保值。交易商通过 CDS 交易赚钱。这是古老的“投资组合保险”的骗局。

套期保值是困难的，公司有时会“跳跃违约”，交易商无法及时对套期保值做出调整。这就是 γ，它是模型风险。但是只要有一个交易商提供了量身定制的 CDO，其他的交易商不得不跟上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“信用交易”时代，交易商赚取了数百万美元的费用。从未做过一笔贷款或者交易的博士们都被雇去做模型。无数的标准信用指数出现了，它们就像是股票指数——标准普尔500和英国富时指数(FTSE)。这些指数包括了一篮子的公司，标准化的CDO还在交易。数量分析师们掌握了市场价格，现在又出现了“隐含相关性”；当市场认为X公司违约与Y公司违约相关时，你可以选择退出。问题是，人们对相关性到底意味着什么或者怎么计算还没有形成一致的意见。

这个复杂的“隐含相关性”问题令人头痛——存在双重的隐含相关性。这里采用了一种高斯联结相依函数(copula)模型：如果你知道一个CDO中某一分档的市场价格和一个单个CDS的费用，你就可以计算出简单的相关性。极客们很兴奋地发现了这种联系。

这个复杂的“隐含相关性”问题令人头痛——存在双重的隐含相关性。

老一辈人对此表示怀疑。一个单一的相关性是指，在一个100家公司的投资组合中，如果有一家违约了，其他任何一家违约的概率是一样的。对于给定的一个投资组合，相关性可能不止一种，不同的分档带来不同的相关性。有时候这种差别会很大。为什么会这样？组合中的公司难道不是一样的吗？

基本相关性是现在新的热门工具，它也是单一相关性的一种。有时候，你根本不能真正得到相关性是多少。像我们这一辈人显然没有做过这种事。极客们又谈到了“度量标准问题”。有人真正明白他们在做什么吗？当然不是极客们说的希腊字母。真正原因在于“隐含”相关性是一种障眼法。交易商可以据此说这里存在一个市场，投资者可以根据这些“客观”的市场数据进行定价和交易，交易商也可以说服风险经理接受他们的估价和利润计算。这是最棒的“盯市”。交易商很清楚他们在干什么。

这是最棒的“盯市”。交易商很清楚他们在干什么。

永远不要相信自己的谎言

CDO的逻辑是错误的。罪魁祸首是银行。你能够从市场上买下贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和信用，然后切分之后卖给投资者。假定你买下了所有的部分——权益、居间债务和优先债务，事实上你只是拥有了贷款，你应该是正好赚取这些贷款的市场价格，但不可能赚钱。当然，信用衍生品一样也应该是不可能赚钱的。那么到底为什么 CDO 交易会有那么高的利润？

资产负债表 CDO 能成功是因为它为银行节约了资本金。银行将一部分甜头分给了投资者以及帮助他们释放资本的交易商，管理者和股东在负担全部的费用。

套利 CDO 能成功是因为一组投资者要求的风险回报很低，通常都是居间投资者，优先投资者是相当安全的。权益的风险很大但收益也是最高的。如果没有公司违约，那么超高的杠杆比率意味着你的回报可以超过 20%。居间投资者获得较高的利息，但是没有权益那么高。如果违约率比预期的要高，它们就要遭受损失。它们变成了 CDO 中“事实上”的权益部分。居间投资者低估了风险价值，他们开出了补贴支票。

在信用交易时代，起作用的既不是资本套利也不是居间投资者，那么是谁呢？是交易商！他们承担了巨大的“模型风险”，以提供投资者高回报。是那些开出这些支票的极客和他们的上司！他们对信用模型深信不疑，这些模型已经开始相信自己的谎言。反常的是，这些模型显示出了大把的利润。这就是“盯住模型”的美妙之处。如果模型失灵，利润就会像幻影一样立即消失。

在 2002 年到 2003 年，信用市场环境好了起来。很少有公司违约；人们开始变得愚蠢或鲁莽，以超低的价格借钱给公司；垃圾债券上的信用价差达到了历史最低点。信用标准降低了。银行家们谈论着“驱动”债券；这些通常是财务状况不好的公司发行的债券。几小时内就卖光了。一家刚从破产边缘中恢复过来的通信公司匆忙地发行了一种 50 年期的债券。不满足于 50 年的时间，丹麦石油和天然气(Danish Oil & Natural Gas)公司(通常被不幸地取首字母缩写为 DONG)发行了更长时间的 1 000 年期的债券。聪明的交易员马上给它起了个绰号“超长的 DONG”。

2004 年，一家银行在一天之内突然在信用账户上损失了 5 000 万美元。没有人真正清楚这是为什么：这是第一次地震。2005 年，通用汽车公司和福特公司的债券成为了垃圾债券。这引发了市场的恐慌。随着市场开始重新对风险定价，垃圾债券的信用价差也在不断扩大。

投资者发生了全面亏损。他们投资了 CDO 中的权益：当违约率低时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报会很高。有一些交易员曾经卖掉高级票据以增加权益的头寸。现在，CDO中的不同分档变化情况出现了差异。违约风险增加时，交易员们在权益上赔了钱；他们也在高级票据上遭受了损失，因为市场都追求高评级的信用，高级票据的价差一下子缩小了。违约相关性突然发生。

对冲基金买入了通用汽车公司的债券，同时卖出权益来进行套期保值。这是一种权益对债券的套期保值(equity to credit，E2C)，也是一种资本结构套利(capital structure arbitrage，CSA)。在2001年到2004年，这还是一个新兴的热门领域。但是现在通用汽车公司的债券价值大跌，引发了大量的损失。不幸的是，通用汽车公司的股价却上升了。一个名叫科克·柯克里安(Kirk Kerkorian)的酒鬼投资者以大量持有通用汽车公司股票多头的姿态出现了。几家对冲基金遭受巨大损失——每个人都不够聪明。银行的信用账户也遭受了巨大损失，每个人都被牵连其中。

俄罗斯套娃

2000年12月，英国银行下属的一家投资银行，巴克莱资本公司(Barclays Capital)做了一笔CDO交易，取名叫CORVUS。拉丁文的意思是“乌鸦”。CDO中各部分的评级从“AAA”到“B”不等。投资者中包括了北方银行(HSH Nordbank)，一家德国的银行。

CORVUS实际上是一只“瘦狗”并迅速地碰壁了。2002年末/2003年初，评级机构调低了该票据的评级。到2003年9月，原先评级很高的优先档已经变成了“垃圾”(评级在“BBB”以下)。居间档最初的评级为“BBB”，现在为“CCC”或更低。巴克莱的另一个CDO产品——NERVA也有着相类似的经历。

投资者可笑不出来了：他们买下了“AAA”级的优先票据。HSH与巴克莱进行了商讨，在没有得到满意答复的情况下，它起诉巴克莱使其损失了1.51亿美元。汉堡州立银行(Hamburgische Landesbank)，现在是HSH的一部分，也在考虑其头寸损失。它在CORVUS和NERVA上投资了4.2亿美元。有谣言说巴克莱之前已与欧洲复兴开发银行(European Bank for Reconstruction and Development)达成了债务清算协议。

HSH要求赔偿的理由是巴克莱误导投资者购买了其产品。一家评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构罕见地将CORVUS资产组合的详细信息公布在其网站上。这个组合包括了航空公司、美国房地产上的风险头寸。在“9·11”之后，巴克莱在CORVUS中增加了航空租赁、新科技和新兴市场上的头寸。CORVUS中还持有了巴克莱发行的其他CDO产品的头寸。

HSH认为CORVUS的产品结构太差了，管理也不善。HSH起诉巴克莱将质量很差的资产放入CDO组合中。它认为巴克莱违反了之前协定的资产组合管理指南。巴克莱的利益是什么？这还是个疑问。评论家也在思考信息披露很少、透明度很低的原因。

巴克莱争辩说损失的原因是“不能预期的信用市场萧条”，并且HSH是个投资老手，明白其中的风险。巴克莱的高级幕僚愤怒地说“这些指控都毫无法律依据”，银行将会对此“积极抗辩”。巴克莱“很坦然这些投资并非误售”。

在这个案件在伦敦开庭前，巴克莱和HSH达成了和解。投资银行总是不希望对簿公堂：一想到这场纠纷将成为世界各大商业周刊的头条，就让人不寒而栗。每个人都记得信孚和宝洁的官司。不论谁对谁错，实用政治得到了大家的认同。

无独有偶，同一时期美国银行(Bank of America，BoA)和意大利人民银行(Banca Popolare di Intra，BPI)在一系列CDO交易上发生了纠纷。美国银行的发言人阐明了美国银行将积极辩护的立场，没有人相信他们：2005年，这起纠纷庭外和解了。这些突然爆发的法律诉讼引起了人们的关注：有多少曾经时髦的“结构化信用产品”被错误出售？交易商赚取的利润有多少会被诉讼夺去？交易员们并不在乎。反正他们已经赚了钱。牵涉其中的很多交易员好像离开了这个行业。他们在海滩或其他的地方享受着高额奖金带来的快乐。

CDO的诉讼流行了起来，CDO的侦探出现了；他们调查以前出现损失的交易，为投资者诉讼提供证据。一些愤世嫉俗的人指出，一些CDO侦探其实就是原先设计并出售了类似产品的专业人员。“看见你真是比什么都好！”童话故事中的大灰狼总是这样说。

CDO的诉讼变得令人费解。苏格兰皇家银行旗下的格林威治国民西敏寺银行起诉了它的律师——威嘉律师事务所(Weil Gotscal&Manges)，理由是其在CDO的“设计和法律文本的起草工作中缺少应有的认真和勤奋”。威嘉律师事务所很罕见地需要请别人来做法律顾问。一家美国公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究机构的分析员指控他的老板企图影响他的研究向违法方向发展。CDO给无数律师提供了报酬丰厚的工作。

黑 洞

当安然公司和世通公司倒下时，欧洲人笑了。他们对美国的会计、商业道德和美国投资者的偏见被证实了。“在欧洲是不会发生这种事情的。”这时候帕玛拉特(Parmalat)财经弊案发生了。欧洲的银行家很尴尬：他们抱怨着“美国的影响”和“美国的投资银行”。

帕玛拉特事件中扮演核心角色的是一家名为“Buconero”(意大利语中是黑洞的意思)的公司。Buconero公司主要做假账。

帕玛拉特曾经是CDO组合业务中的常客。信用风险分散化要求标的公司应来自于不同的行业和不同的国家，而意大利食品公司就很难找到。帕玛拉特的违约导致了CDO投资者的大量损失。当投资者和交易商都在“跳跃违约”的市场中苦苦挣扎时，很多STCDO的评级也随之下降。

帕玛拉特的信用衍生品交易很有趣：该公司投资了以自己为参照实体的信贷关联证券。实际上就是出售了对自己的保护。当帕玛拉特出售对自己的保护时，正常的银行都会投资。帕玛拉特建立了一个现金存款以确保其在CDS中的表现。

果然，帕玛拉特的资产负债表中显示有大量现金，这让债权人放了心。会计师对帕玛拉特的财务状况提供了一个歪曲的观点。当它违约时，保护的买方可抓住现金来结算合约。可是资产负债表的现金瞬间消失了，这是纯粹的魔术。如果印度尼西亚有CDS发行，我肯定印度尼西亚人喜欢出售自己的保护。他们肯定不能抵抗自我关联的CDS的魔术诱惑。

资产负债表的现金瞬间消失了，这是纯粹的魔术。

信用衍生品对银行业务开展了一场革命，这一市场规模巨大，每个人都在交易或者渴望交易。类似于结构化产品、权益类衍生品和以前提到的其他产品，信用衍生品就是现在的金钱游戏。市场兴奋地谈论“信用交易”的新千年。大量的利润维持着这种热情。这只是衍生品大篷车无止境旅途中的新一站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是每个人对信用衍生品都怀有同样的热情。我遇到过一个老银行家。他非常怀念以前借钱给客户的美好时光——稳固的但过时的银行业务，钱借出去了拿不回来。我当时一定表现出了怀疑。“看看，”他为自己辩护道，“看看 J. P. 摩根和大通。”大通刚刚收购了——对不起，讲错了——是刚刚与 J. P. 摩根合并。“看看 J. P. 摩根和大通”，他说道。我看着他。“大通仅仅做贷款业务，而 J. P. 摩根却大量参与信用衍生交易。大通赢了。他们收购了 J. P. 摩根。还是贷款业务更好。信用衍生品不是什么好东西。看看。”我勉强笑了笑。这些事实说明了一些道理。只是我不懂。

老银行家错了，世界已经改变。20 世纪 90 年代初，银行资产的 80% 是贷款，但到了 2005 年，这个比率下降到了 30%。在美国尤其如此。投资者——保险公司、基金和对冲基金——是新时代的银行。他们向企业提供了大部分的贷款。正如衍生品在金融市场的其他领域中所做的，它改变了游戏规则。衍生品成功改变了银行的核心特征——放贷。

老银行家并不服输——他还在战斗，作最后的拼搏。我必须向他致敬。该称赞的就应该称赞(credit)。除非它是信贷(credit)衍生产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

落 幕

美国投资银行和印度尼西亚面条制造商的纠纷正在处理：在伦敦举行的“无偏见”会谈排除了庭外和解的可能性。双方都充满憎恶。英国法律的威严成了大众焦点。

投资银行陈述了要求赔偿的理由。我们在考虑“反赔偿”，尽管我不能确定我们能想出什么好理由——只能想到“愚蠢”和”精神失常”。会有一些诉讼手续：我们已经习惯了。也有些特别的项目：没有什么需要特别披露的。证人宣誓了，通常都是一大堆废话。

我们去调查谈话录音的原始记录和大量的电子邮件，但很遗憾没有发现什么有价值的线索。在宝洁的案子中，谈话录音非常多，法律团队不得不雇佣一批人专门听这些录音来寻找相关的线索。谈话录音中有大量的内部人员开的淫秽玩笑，这让信孚很是尴尬。

在我们的案子中，没有那么多录音，因为绝大多数的带子被抹去了。往来电子邮件中也偶尔会有一些园艺学的谩骂：客户是“待摘的成熟果实”，他们是“低挂枝头的水果”。交易员们显然获得了很丰厚的利润，有着大量的祝贺式邮件：“为总体情况而击掌吧。”投资银行的交易员有时达到了诗人的高度：“有时候，我们是狮子；有时候，我们是狐狸。”我们小心保存了这些邮件。在法庭上，它们将会产生有趣的娱乐功效。

为了获得更多的信息，每一方都向对方施压。在保险公司一案中，理由最为直接：录音磁带在转录中丢失了，文件在伦敦大火中烧毁了，但也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

印度尼西亚人的理由是最充分的。他们的记录是用一种特殊物质保存的，当胶水在高温度和湿度情况下融化时，这些记录就丢失了。基勒姆·比勒姆公司的律师对此表示怀疑。

莫里森告诉我们案子有了进展，我不能确定。“事物发展有其自己的规律”，我表示怀疑。

亚洲世纪的回归

亚洲又“热”了起来。那场危机已是五年前的事，他们甚至找到了一个罪人。

亚洲又“热”了起来。造成印度尼西亚面条制造商损失的那场危机已是五年前的事，他们甚至找到了一个罪人，一个名叫伦差·玛拉甲暖(Rerngchai Marakanond)的人。

玛拉甲暖之前是泰国的中央银行行长，他见证了1997年泰国政府试图维持泰铢不贬值而失败的全过程。泰国法庭要求玛拉甲暖偿还泰铢保值过程中损失的1 860亿泰铢(合50亿美元)，责备他“严重渎职”。玛拉甲暖被要求在一个月内偿还这笔钱，否则没收他的全部资产。玛拉甲暖只是一个替罪羊，亚洲又玩起了老把戏。

事情有了变化，这次的焦点和上次不同。东南亚“虎”给中国“虎”让路了(曾经漫步于中国的华南虎实际上灭绝很久了)。

许多企业转向新兴市场——巴西、俄罗斯、印度、中国，投资者在这些国家投资。商人们在谈到中国“龙”时，就露出一种敬畏。我一直认为龙只是神话传说。

中国经济的快速增长推动了商品的旺盛需求，商品价格创下新高。分析师们谈论新的商品价格周期、通货膨胀和股价。一些拥有矿产资源的小公司股价很不合理。如果你随便问一个人市场波动的原因，答复经常是“中国人”。

往年的一个拿不准的方案又提出来了。有人建议在泰国地峡建一条运河连接泰国湾和孟加拉湾，这将加快中东到中国的油轮运输时间。中国现在已成为全球仅次于美国的第二大石油消费国。我第一次看到这个方案的时候是1985年。方案是由泰国一位戴着墨镜的退休将军和一个经纪人提出来的。这个经纪人曾经做过汽车融资，他希望从这项价值200亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的工程中收取4%的介绍费。我们大笑起来。

印度尼西亚的情况也在好转。高杠杆的公司完全破产了。最初的拥有者，那些精明的家族企业又把它们买了回来。他们花很少钱买下了那些贷款，又将贷款转变成股票，重新宣布所有权。这些家族企业没有花掉多少钱，他们的钱都以美国政府债券的形式存在瑞士的私人银行里。

“新”经济时代过去了，“旧”经济时代回来了。这是中国故事。我们在另一个“新范式”中。

纠缠不清的诉讼

在中国“热”期间，我正在处理一起诉讼。开会，电话会议，更多的会议。工作围绕着最后期限——提交法律文本的最后期限、法庭听证的日期。在最后期限来临前，事情逐渐做完了(没有最后期限，律师们就失去了工作的动力)。

我们的法律团队不大：有莫里森和艾伯特，另外一个不知其名的事务律师偶尔也会出现，还有辩护律师、高级辩护律师。在陈旧的英国法律体系下，不是所有的律师都能在法庭上出席——你需要一个高级辩护律师，还有会计师。还有固定不变的合伙人安德鲁斯，他总是由一群高级经理陪着去开会，从不说话。然后，还有我——专家证人。

好像整个基勒姆·比勒姆公司都在为这个案子做部署。当你比较相应职位的人数时，你就会对这一点印象深刻。可能这是吓唬我们的一种战术，或是为了向人们炫耀基勒姆·比勒姆公司的“富有”。我们的火力严重不够。

根据法律，我们这个案子需要一位高级辩护律师代表印度尼西亚人在法庭上辩护。“高级”就是费用更高的律师。不幸的是，你不只是需要请一位高级辩护律师，你还需要请一位普通辩护律师。普通辩护律师承担大部分工作，高级辩护律师提供指导并在法庭上辩护。请一个高级辩护律师一天的费用比整个印度尼西亚司法系统一个月的预算还要多。

我们的辩护律师是“商业”诉讼“专家”。他不做施暴、殴打、严重人体伤害或是谋杀方面的案子。考虑到金融市场的特点，雇佣一个擅长刑事案件的律师可能更好。“商业”包含很多坏事，主要是合同法以及诸如此类的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东西。辩护律师——普通的和高级的——对金融市场一无所知，特别是衍生品。

在许多案子中，专家需要花大量时间把律师“带上轨道”。按照辩护律师、事务律师和专家的费用来算，这可能是你所经历过的最贵的私人衍生品 101 课程。

起诉方——美国银行声称这个案子的处理结果已经定下来了。印度尼西亚人签署了具有法律效力的合约，这就是结果。我们认为情况是应诉方——印度尼西亚人受到了错误的引导。法律术语就是我们必须证明“歪曲描述”。投资银行的交易员错误地叙述了同面条制造商交易的实质，特别是同布迪的交易。莫里森暗示这是一种欺诈。

“主啊，赦免我们，因为我们所做的，我们不晓得”——这就是我们这个案子的精要。坦白地说，我们没有选择。“你们参加战争带的是已拥有的军队，而非你想要拥有的军队”，唐纳德·拉姆斯菲尔德如是说。

律师们特别忙碌：他们需要搜集证人的陈词，专家们在考虑他们的主张。索赔和反索赔总是在不断变化之中。有些双方必须提供调查发现的听证会，还有一些没有指导或意义的指导听证会。案子好像没什么进展。奥格登·纳什(Ogden Nash)[1]曾说过：“专业人员不关心发生了什么，他们已经有了自己的看法。”这个案子中的专家和律师就是这句话的生动反映。

爱德维科和布迪出席了在伦敦和香港召开的会议。他们在会议上的表现令人费解：爱德维科大部分时间都在睡觉，布迪在心烦意乱玩弄他的手机。这个问题像其他的有诉讼一样在没人关注的氛围中进行。话题偶然转到了战略上，我不明白我们的战略是什么，好像其他人也不明白。最终归纳为：让对方的证人丧失信誉——我们将他们描述成掠夺无辜印度尼西亚人的骗子。斯图亚特资深大律师在坦诚的时刻会提到我们将面临的“挑战”。印度尼西亚人在签署了那些文件之后已经没什么优势可言。我们只能向法庭证明“欺诈性的歪曲描述”，而不是普通的“歪曲”。判定欺诈的法律标杆是很高的，我们都不是很好的跳高运动员。

法官听了一些预备性的材料以熟悉这个案子。他大约 50 岁，最近才提拔到这个位置。他很敏锐。他马上问道为什么这个案子会交给法庭处

〔1〕 编辑注：奥格登·纳什(1902～1971)，美国荒诞诗人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理。他对我们的案子提出了公开的质疑:“这很明显,这是一份合同,我觉得法庭没有理由来干预双方自由的交易。”

诉讼——律师、枪和钞票,尤其是钞票。

衍生品纠纷遵循这样一个规律:双方先讨论,然后关系变坏,然后可能求助于一个仲裁机构;仲裁者可能是一个退休的法官或是高级律师,他们是处理“商业”纠纷的专家。他们的决定会使一方或双方都不满意。随后便是诉讼——律师、枪和钞票,尤其是钞票。

法官一般希望不熟悉的领域——比如衍生品的纠纷在庭外解决。我们的法官已经流露出不耐烦。在听到这个案子的进展情况时,他问辩护律师:“你们有没有讨论庭外和解?”在得到否定答复后,他喃喃地说:“双方都应该认真考虑庭外解决。”

法官们也有自己的大规模杀伤性武器,他们可以决定损失。败诉的一方基本要付自己的费用,通常还要付对方的费用。如果法官判你胜诉,但是你还要承担诉讼费用,那么你可能就得不偿失了——你的诉讼费用可能超过你能获得的赔偿。

我们的法官已经暗示了这一点。在听到和解没有取得进展时,他将每个人的注意力引到了费用的问题上。他絮叨着“纠缠不清的诉讼”和“浪费法庭时间”。“应该根据常识和商业规则来处理。”我们当然知道他在暗示什么。

更多的事物改变了

当我们在忙那个案子时,现实世界又向前发展了。年迈的格林斯潘宣布了退休的意愿。他喜欢说一些晦涩词语的习惯没有改变。在国会证言中,他指出美国的房地产市场被一种“投机热情”所笼罩,房地产市场没有泡沫,只有小气泡。评论者连忙指出“小气泡”就是“泡沫”。

交易员抱怨格林斯潘交给继任者的经济并不是健康的,大量对这位艺术大师的溢美之词似乎有点过了。一位评论家认为,美国现在的经济状况可以用 20 世纪初澳大利亚经济学家路德维希·冯·米塞斯(Ludwig Van Mises)的话来精练概括:“你用家具给炉子生火可能有用,但是你不能欺骗自己说你发现了一种新的加热炉子的好方法。”一个记者甚至勇敢地发表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一篇关于格林斯潘的遗产的评论，文章的名字就叫《泡沫人》(The Bubble Man)。时代正在改变。

对冲基金"进来"了。传统上只有富豪们才能参与，现在每个人都可以参与。这就是民主——如果对富人有好处，那么必定对每个人都有好处。格鲁乔·马克斯是怎么说他不是任何一个想让其加入的俱乐部的会员的？

对冲基金可以卖空，在价格下降时赚钱；他们也可以在稳定的市场上运用杠杆来提高回报；他们也追求绝对回报。而传统投资者迷恋于相对表现。他们终于明白当指数下跌 10%时，比指数好 2%意味着他们还是损失了 8%。对冲基金经理的费用也与其业绩表现挂钩，因为基金中也有他们的钱。投资者喜欢这样。

传统的投资者也加入到这场变革中来。保守的资产经理们现在将一部分资金用于投资一种新的"资产"类别——另项投资(alternative investment，AI)。普通基金不能卖空，不能运用杠杆，不能参与衍生品交易，于是他们把钱交给对冲基金来做。一些资产经理成立了基金中的基金(fund of funds，FoF)：FoF 的经理选择一组多样化的对冲基金，他们进行资产筛选并监测基金的表现。还有一些保证本金的对冲基金投资——你的本金不会有损失，只是你的投资最后可能十年都没有赚到一分钱。

另项投资得到了推进。许多普通投资者现在要付几层费用：共同基金的费用、FoF 的费用、对冲基金的费用。基于对冲基金的分散化组合的说法是不正确的。这里的分散化只是将报酬平均了。关于保证本金的对冲基金的说法也自相矛盾。要么你承受风险，要么你退出。

交易商非常喜欢对冲基金。投资银行帮助这些基金成立，获得投资资金并和这些基金进行交易。一项全新的服务——"完全经纪服务"出现了。它包括对冲基金交易的结算和交割，还包括(最赚钱的)借钱给对冲基金以防止基金持有的证券价值下跌。投资银行设立"孵化器"以帮助新手成立对冲基金。估计有些交易商从对冲基金获得的回报可以达到 10%～20%。LTCM 崛起和衰落的经历被全部抛诸脑后了。

对冲基金经理取代互联网巨头成为了新时代的精英。有天赋的新人都奔向对冲基金。一个刚毕业的 MBA 宣称他打算成立一只资产 5 亿美元以上的对冲基金。基金的秘密性增加了它的神秘性。克瑞姆又回来执掌了一支对冲基金——CRH 资本。名片上写道："克莱门特·R. 赫曼(Clement R. Herman)，主席兼首席执行官。再也不要叫我克瑞姆了！"这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不符合新的形象。

以前的对冲基金支付1%的管理费，同时支付超出参照基准的业绩的20%作为激励；而新的基金收取2%的管理费用，并支付超额业绩的25%或更高作为奖励。一只没有任何背景和历史业绩的新基金可以比一只被历史证明的老基金收取更高的费用。这种情况只可能在对冲基金行业出现。

对冲基金的经理们成为了挥金如土的新富豪。他们的品味也独树一帜。他们工作的地方配备有游泳馆、篮球场或其他场馆。这些都是直接从20个世纪90年代的互联网富豪那里学来的。资产上亿美元的对冲基金经理出价购买奢侈的别墅和艺术品。

2005年，对冲基金的表现开始滑坡——太多的资金追求太少的机会。认为聪明人能赚到钱没错，但只有当聪明人很少而机会很多的情况下才成立；现在的市场上有太多的聪明人，机会却很少。回报已经下降。精明的投资者注意到，若将风险调整和流动性考虑进来，对冲基金的表现还不如传统资产。

精明的投资者注意到，若将风险调整和流动性考虑进来，对冲基金的表现还不如传统资产。

机会的减少造成了“风格转变”。对冲基金经理开始在别的市场上交易。长期资本管理公司也从它原来的领域——固定收益的相对价格交易转移到了风险交易、信用和兼并套利。对冲基金透明度很低，缺少信息公布意味着你在触礁前你不知道这艘船离海岸多远。欺诈以及其他常见的犯罪开始频频出现。

种种迹象表明对冲基金已经过热了。对于存在“泡沫”的意见，一位经理生气地说，对冲基金不是一种“资产”，因此不会有“泡沫”存在。仅仅资产才会产生泡沫。但这种说法不能让人信服。

热水澡

我很勤奋地做着我的工作。我的专家报告已经提交给了法庭。另一方请出了他们的专家谢尔曼(Sherman)。他原来是搞学术研究的，但也做过一段时间的交易。专家工作竞争很激烈，我对他近来一段时间并不了解市场投去鄙夷的目光。他最近一次发表作品还是在1987年。我发现谢尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼的费用是我的两倍。

我收到了谢尔曼的报告：当我读这份报告时，我的血压猛地升高了。专家报告都讲究礼貌用词：一个专家很少会去攻击另一方的观点，分歧都是用专业术语来表达。“某某地方可能过多地强调某某方面了，我个人并不赞同。”“在可行的解释范围之内陈述的观点在现在的环境下与我理解的事实不完全一致。”

案子结束后同另外一名专家喝杯酒是很文明、有修养的。绝大多数专家都知道你在诉讼中只是个小人物，对案子的进展起不了决定性作用。没人知道你在说什么。

谢尔曼的报告省去了常规格式——它完全是一种攻击，我是一个“纯粹主义者”或“死板的人”。我并不介意别人叫我“人渣”，但是说我是“纯粹主义者”或“死板的人”太蛮横了。这是战争。

有的司法机构要求专家会谈，目的是撇开分歧，找出共识。这实际上是假设真理只有一个，并且专家们能够为法官找出来。衍生品的真理很难找到。

专家会议以“纠缠不清”而闻名。在这个案子中，经过几个星期的争吵，双方终于同意开一次电话会议。谢尔曼非常希望能够面对面地交谈。他希望能在亚洲开这样一次会议，他从没到过亚洲。

我更喜欢电话会议。我总是推脱时间或地点不合适，或有别的事要做。谢尔曼给我发了封“私人”邮件，恳求我答应去一个游玩的好地方（比如曼谷）开会。我礼貌地拒绝了他，这不符合我的计划。我尽量避免和谢尔曼跳进同一个热水澡桶。

最后还是开电话会议。谢尔曼住在伦敦基勒姆·比勒姆的办公室里，显然他成功说服了他们请他飞过去。我在香港的酒店房间里。当他知道我在亚洲时，他很不高兴。

我以前的一个老板是一个很成功的谈判家。他会很简洁地说明他需要什么，他会等待另一方打破沉默。在另一方开口说话前，他是不会说一个字的；我记得最长时间的沉默大约有五分钟。总是另一方先说话。他也从来不会打断另一方的陈述。他的回答往往是“是的”、“不是”或者“我不明白你在说什么”。他的声音平和，没有任何感情的流露。这是“冷战”。我请求莫里森最后给我一点忠告。他只是说：“兄弟，我们对你非常有信心。”

会议持续时间很短，不足一小时。一般的专家会议总是拖很长时间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我不喜欢再延长了。我把要讨论的问题列了一份单子。交流进行得并不流畅。我遵循冷战法则:对每一个问题我要么同意,要么不同意。当谢尔曼想更深地讨论时,我什么也没说,他说完之后我的回复是"我不明白,我们应该讨论下一个问题"。

谢尔曼觉得冷战太压抑。"你还在吗?"他经常问。"我想可能是掉线了。""在这点上你不应该有不同意见,我们需要了结它。""我不同意,我们应该讨论下一个问题。"不公开的回应不会引起争论。我能听到谢尔曼的声调在逐渐降低——他开始烦了。我很高兴。

清单上的问题讨论完时,我很粗鲁地结束了这次电话会议。"以上包括了所有问题的讨论,谢谢,再见。"然后我马上就挂了。第二天,谢尔曼发邮件过来请求开第二次电话会议,我拒绝了,此刻我已经受够了泡热水澡。

一位律师曾经告诉我诉讼和混沌理论有关,混乱中存在规律。成功常常在于制造混乱的能力。混乱是用来打击对方的,基本法则是游击战。

专家需要联合出一份报告交给法庭,列出一致意见和分歧。电话会议结束后,我马上发出了我的草稿;实际上我事先就写好了,也不需要多做修改。在电子邮件中我还感谢了谢尔曼的参与:如果他没有异议,我们当天就可以交给法庭。压力是个有趣的东西,抗议的咆哮声出现了。谢尔曼对这份联合报告很不满意。

专家会议意味着只有专家才可以参加,律师不允许参加。这在电话会议中很难监督,而我已经感觉到伦敦的房间里还有其他的人。我告诉了莫里森——他很高兴。他起草了一份信起诉对方"不诚信"。抗议的咆哮声变得更大了。莫里森大为满意。

联合报告发来发去,谢尔曼就是不同意。我每次都把同样的邮件发过去。"我对根据我的记忆和笔录写成的草案十分满意。"谈判就是比耐心——你要让对方失去耐心。如果他们不喜欢我的草案,他们可以递交自己的版本。他们将不得不告诉法官,专家甚至不能就会议的回忆达成共识,我们都会很难堪。法官不喜欢我们任何一方,这纯粹是吓唬人。

我又收到了一封谢尔曼的"私人"邮件,他请求和解。他可以勉强接受我的草案,如果我能做少许让步;我同意做几处改动。这封邮件是通过"黑莓"发出来的。在新千年任何想成功的人手上都有一部"黑莓"——能够收发电子邮件的移动设备。交易商和商务人员静静地坐着,低着头,按着手中的"黑莓",他们的手指单调地移动着—— 一个字母一个字母地——敲出一封邮件。这就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“黑莓”祈祷仪式;它可以发生在任何地方,在会议上,在火车上,在飞机上。“黑莓”创造了属于自己的词汇:“Crackberry”——沉溺于用“黑莓”的人;“BlackBerry Thumb”——由于经常按键导致的拇指损伤;“BlackBerry Eye”——盯着屏幕导致的用眼过度。谢尔曼有了一个新玩具。

不守规矩的交易员

我老了。我的朋友们成为了丁克(DINK,双倍收入,没有孩子),现在又成了SITCOMS(一份收入,两个孩子,拥有令人窒息的抵押贷款)。他们有时会向我请教投资策略。我向他们解释我对投资和投资经理的偏见。“那么我们应该投资什么?”他们有点烦了。我建议他们把钱放在我的床下,他们吓了一跳。“共产主义者不是在床下吗?”他们声音沙哑地问道。他们年轻时都曾是社会主义者。

他们的孩子向我请教职业生涯建议,他们想成为交易员。他们实际上是想快速地富裕起来。最简单的办法是成为一个“不守规矩”的交易员。为了有效地描述这项工作,我画了表E.1。

表E.1　　工作描述——不守规矩的交易员

职　位	(不守规矩的)交易员(“不守规矩”不是很常用,特别是对高级管理层、董事会、股东和客户,以避免误解)
报告方式	“功能性”报告交给交易主管,“区域性”报告交给地区主管(实际上没有人同时交两份报告。现在管理结构是一种多元的矩阵结构,所以每个人都向几个人报告工作,造成责任不分)
位　置	可选择(有些人喜欢在混乱的办公室工作,以便于成功进行交易;另外一些人喜欢偏远的地方,这些地方监管不严,可能存在很多交易机会)
组织环境	● 该组织是一家全球领先的投资银行,声名远播,活跃在各大主要金融市场,拥有一系列的优秀产品和很好的客户资源 ● 你将成为全球交易团队的一员,交易范围包括利率产品、货币、股票、商品和信用。这个团队交易各式的现金和合成工具,甚至包括许多“专有的”结构化产品(你可以按自己喜欢的任何方式亏损,有些交易甚至我们也不明白,但是模型说我们在赚钱) ● 你的工作将获得一个世界一流的风险管理团队和技术团队以及系统的支持 ● 在这个组织工作有很好的职业发展机会(对于表现不好的员工,我们会提供闲职)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

主要职责	● 运用银行的资本进行交易并达到预设的风险调整资本回报水平，该水平是根据银行独特的经济资本分配系统决定（如果你真有你自己所认为的一半聪明，你就可以加入这场游戏） ● 提出创造性的交易策略（基于厄尔尼诺现象周期和市场价格，你需要想出巧妙的交易方案） ● 认真管理交易头寸（在你遭受损失时，你需要有能力加注，直到你让这家公司破产）
主要挑战	● 你需要为所有的投资工具提出合适的模型和估值步骤（你需要确保所有的模型别人都不可能理解，然后通过对输入变量做一点简单改变来得到你想要的估值） ● 你需要确保所有的风险头寸都得到正确度量和有效控制（你需要计算所有的希腊字母。我建议你开始用一种古老的努比亚方言口头报告风险数据。你需要确保风险总是看起来很小，不管市场情况怎么样。否则人们会陷入恐慌） ● 你需要确保交易行为是在事先规定的限制范围之内（你需要能够掩饰你的违规交易，通过不记录这些交易，或者充分利用系统错误） ● 你需要控制损失，限制收益的波动性[你必须掩盖损失，通过虚报数目、采取地下交易（例如深度价内期权），或者错误的估值] ● 你需要有在另一家公司找到工作的能力（你需要证明你的损失比上一个“不守规矩”交易员更大）
选择标准	● 你需要证明你非常了解金融市场和各种交易技巧[你需要了解偏僻的市场（赞比亚的克瓦查和伊斯兰的金融技巧）并掌握复杂的数学（场论、神经网络、分形）。每个人都认为你是天才或是傻子，但是他们不能确定到底是什么] ● 你需要对衍生产品了如指掌，包括国外和非标准的结构（每个人都知道衍生产品允许建立杠杆比率很高的头寸，这让人难以理解也不能做出精确估值） ● 对受教育水平和同一职位的工作经验没有硬性要求（没有人相信的你的简历，那只是对你的理想描述，如果你说你有不守规矩交易的经验，没有人会相信你） ● 你需要能同高级管理层很好地交流和工作（你需要明确你能为公司赚取超额利润，以确保他们的奖金预期得以满足） ● 你需要能够同技术人员密切合作（你需要强迫他们为你掩盖违规行为或是损失） ● 成功的候选者将表现出很强的领导才能（你将声明，所有的利润都是你高超技巧运用的结果。所有的损失或者消失，或者被发现时可以被其他头寸的赢利所抵消）
偏爱条件	● 年龄最好在30岁以下（你听说过一个很老的不守规矩的交易员吗？一个特例是日本的不守规矩的交易员岁数都很大） ● 你必须拥有强硬的个性（你必须有一种“态度”，最好下巴上有点胡须。你要认为你身边的每个人都是傻瓜，不可能理解你复杂的交易策略） ● 你必须精力充沛，动力十足（你需要掩盖损失和违规行为。日本的不守规矩的交易员从不度假）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

报　酬	面议。报酬将和工作表现紧密联系(因为假定你会侵吞一大笔钱,所有你不需要什么报酬)
社会责任陈述	我们很骄傲成为提供平等机会的雇主(我们没有任何歧视。对于我们的董事和高级管理人员的才能你还有什么可说?更不用说风险经理和审计师了)

这完全与退出时机有关。在不守规矩的交易中,它指的就是你带着足够的贿金登上飞机前往没有引渡条款的避税天堂的时候。

像其他事物一样,真正的技巧表面上看不到——这完全与退出时机有关。在不守规矩的交易中,它指的就是你带着足够的贿金登上飞机前往没有引渡条款的避税天堂的时候。这一点你无法教给别人。

沃伦·巴菲特最近好像觉察到了衍生品交易的问题。“我可以肯定衍生品交易中的文字错误是不对称的。他们总是青睐那些盯着几百万美元奖金的交易员……股东很晚才会发现收益报告都是假的。”这种情况现在更常见了。

重击与呜咽

现在是决战的前夜,这个案子看起来要审判了,日期已经确定——这个案子拖了八周时间,能写成一部史诗了。

我在忙专家报告的补充工作。斯图亚特资深大律师成功地说服了法官,认为讨论谢尔曼提出的问题是重要的。复杂的技术问题争论应该在开庭前交换意见以便加快审理过程。法官勉强答应了。“补充讨论只限于索赔专家报告中的问题,我不想再节外生枝。”他仍然在问庭外解决的可能性。

补充报告是我们的大规模杀伤性武器——也是我的复仇机会。谢尔曼的报告有许多不一致的地方,还有许多错误。我认为,补充报告中的观点是有用的。我们可以断定这笔交易没能发挥印度尼西亚面条制造商预期的作用。辩护律师立即抓住这一点说:“这不是商品质量问题”;绝妙之处是这来自于谢尔曼自己的分析。即便说我是“纯粹主义者”和“死板的人”,我还是很聪明的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我勤奋地工作，计划与伦敦的律师见一次面来完成这份报告。这时，所有的事情都突然平静了。诉讼总会有安静的片刻，但我们交补充报告的期限也越来越近了。

后来我遇到了莫里森。“本想打电话给你的，老伙计”，他总是一副乐呵呵的样子，“好消息，这个案子将在庭外解决。”最后，没有人会哭泣，审判的重击不会发生。我如释重负。

过了几天我才明白发生了什么。交易商的管理出现了问题，出现了大量损失，还同一些客户发生了纠纷。一个新的 CEO 担心“名誉风险”，决定“以客户为中心”。内维菲尔因为“追求个人利益”被开除了。

内维菲尔的替代者——波特(Porter)——希望能够庭外解决。他最不愿意看到一场充满火药味的诉讼的详细报道出现在《金融时报》或《华尔街日报》上。这对阐明新的“客户利益至上”原则不利。他不在乎这点钱，他有大量损失准备金和损失赔偿。这都是内维菲尔的错。

基勒姆·比勒姆首先做出了试探。莫里森像往常一样精明地驳回了——如果这个公司真的有诚意，那么波特应该亲自和莫里森联系。波特按时打来了电话。莫里森建议波特和印度尼西亚面条制造商的主席进行一次单独会面：只是他们两人——没有顾问。莫里森希望去掉那些严肃的前奏。

波特飞到了雅加达。会议进展顺利。这是思想的交流。波特解释说这个案子是少有的“坏苹果”，但是他仍然需要支付一笔小钱。这是为了表示投资银行并不是在承认责任，否则会引来监管者的关注。两个人在达成交易后握了手。

顾问们花了几天时间才最终明白这起纠纷庭外解决了。斯图亚特资深大律师在解脱了的法官面前宣布双方达成了商业和解。法官对双方达成共识表示祝贺。只有高级律师和普通律师哀叹他们的一笔可观收入没有了。

中国俱乐部

印度尼西亚人狂喜——他们“赢了”。他们请我们在香港吃了一顿庆祝大餐，虽然他们没有出席。莫里森和斯图亚特正在那处理另外一个案

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，我在那出差。谢尔曼没有被邀请。

集合地点是一家中国俱乐部，莫里森是那里的会员。在中国接管香港之前，他在香港工作过一段时间。“标准已经降低了”，莫里森抱怨道。我们只有四个人——莫里森、斯图亚特、阿尔比和我。那是一个愉快的夜晚。

我们大吃大喝，为我们的成功干杯：我们的客户最后终于赢得了好结果。没有人想我们会在法庭上取得胜利。基勒姆·比勒姆犯了一个技术性错误，他们没有要求当场审判。现实总是充满了“如果”和“但是”。

在这个案子完结之后的几个月，我听到几个人复出了：里奇和亚洲市场主管加入了另一家投资银行。一篇交易杂志上的文章说他们要建立“同他们在原来公司创立的成功特许经营相似的业务”。我把这篇文章发给了莫里森。

“很高兴收到你的来信，老伙计。”莫里森的邮件不多，他直到最近才刚买了一部新手机。“你最近过得怎样？我们要是能再次共事该多好。上次我们合作很愉快，你认为呢？”莫里森的快乐不是我的快乐。

“收到了你的来信。很有趣。我们应该在这一两年内要给他们的客户打个电话，你认为呢？如果你到了伦敦就联系我，我们找个地方吃顿午餐。保持联系，老伙计。不多聊了，还有一个灵魂等着拯救，你明白的。”我想知道他是不是给自己买了一个自动铅笔刀。

历史上最棒的

几个“新时代”的交易员在酒吧喝酒，有一些事情并没有改变。《金融时报》的头条宣称巴西的债券价格下降了，巴西好像要撞上一堵“新兴市场”的墙了。交易员们也谈论“巴西人”：巴西女人下半身全部脱毛使其仅剩最简洁的下体。其中一个交易员还考虑了男人的版本——“便于打爆的下体”。交易员喜欢讨论任何事情；在交易大厅内，这是很常见的。

晚些时候，话题转移到“历史上最棒的交易”——BOAT（best of all time）。他们想找出历史上最棒的一笔交易。一个人说是乔治·索罗斯从狙击英镑中赚取的十亿美元，一笔交易能上花边小报的头条可不是常见，他让英国政府，尤其是财政大臣看起来像村里的傻子。

另一个人认为是安迪·克瑞格（Andy Krieger）用货币期权赌新西兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元贬值的交易。他卖出的期权规模比整个新西兰的货币供应量规模还要大。有传言说新西兰的金融大臣打电话到信孚(克瑞格的公司)投诉。克瑞格经常声称新西兰政府其实很感谢他帮助货币贬值——这让他们的出口更有竞争力。

还有人说是预期到1987年股市大崩盘、1997年亚洲金融危机和21世纪初网络股泡沫的那些人。一个爱好历史的交易员认为购买路易斯安那和阿拉斯加才是最棒的交易。

我坐在那里考虑着这些交易，任何最后让你赚钱的交易都是“好的”。你离开游戏前做的最后一笔交易可能是最好的。在生命和工作中，我们总是在寻找最好的交易。我们只能在事后知道结果。

已知的和未知的

衍生品依然很热：25年过去了，它还在不断发展。它仍然在引起争论。新的套期保值、赚钱、赔钱的市场正在形成。

同宏观经济指数相联系的衍生产品出现了。交易商在交易基于GDP、经济增长率、工业生产指数、零售总额、价格指数和消费者信心指数的衍生品。

宏观经济衍生品基于一种“奖金均分”拍卖机制，这也是体育赌博的基础。参加赌博的人根据赔率下注，如果猜中结果，由赌博公司支付奖金，数额由赌博公司决定。这没有风险。输钱的赌博者支付猜中者的奖金和赌博公司的利润。赔率保证这个结果。赌博公司确保收到的赌金和支付的奖金相同，无论结果怎样。衍生品发展迅速，我们已经在这场比赛中落伍了。

基于废气排放的衍生品热了起来。《京都议定书》成了一个时髦的名词——“碳”交易开始活跃。污染公司不会停止污染，他们会从“清洁”公司或其他森林很多的国家购买污染配额。这是否能减少废气排放、降低温室效应还不清楚。交易商谈到了“市场进程”，关于新鲜空气、水和养鱼场的权利的交易。我一直认为是理所当然的人类生活的基本权利被“衍生化”了。

《京都议定书》成了一个时髦的名词——“碳”交易开始活跃。

甚至世界粮食计划署(WFD)也欢迎衍生产品。世界粮食计划署的责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任是拯救处在饥饿中的贫民。他们提出发行与低降雨量有关的灾难债券。如果有足够的降雨，那么世界粮食计划署不需要干预，他们只需支付投资者高额利息。如果降雨量很少或没有，那么世界粮食计划署可以停止付息和偿还本金，省下来的钱将用来资助救灾。

我不能确定灾难债券是否可以基于糟糕的政府或是内战，交易员们认为建立一个糟糕政府或内乱指数是可行的。他们还试图建立气候衍生品市场。我在想非洲饥饿的贫民能否明白这一切。

我以前的同事大部分都不干这行了，他们说市场改变了。新“世界”很无聊，他们感慨“个性”和“创新”的丧失。我不同意这些说法：我认为现实并没有多大改变，以前那些真理还管用，新一代的衍生品交易员只是要自己去发现它们。

现实还是充满了那些已知的和未知的的东西。有许多大规模杀伤性武器——每天都有新品种产生。谎言——美丽而真实的——仍然是交易的“货币”。人们希望每天都能看到金钱。每隔很短的时间，喧嚣的市场上就会出现一个最新的、最好的模型。完美的风暴潜伏在地平线下：它将突然来袭，所到之处只留下死亡和破坏。结构化产品的世界仍然会玩没有疆界的游戏。在股票市场上，大家将共同分担痛苦。新的信用市场也在蓬勃发展，虽然有人表示怀疑。该称赞的就应该称赞。最后，总是交易员、枪和钞票。毕竟，这就是衍生品的花花世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译后记

本书作者达斯以幽默诙谐的语言描述了自己在衍生品行业 25 年所经历的“奇闻轶事”。不同于这个行业的其他读物，在一个个生动的故事当中，读者将从一个业内人士的角度了解到衍生品市场的真实运作。不管是这一领域的投资者或是从业人员，相信本书都会引起你的一些思考。

本书的翻译工作由刘莉亚统筹负责，由王静（序、序幕、落幕）、赵建晖（第一、二章）、李鹏举（第三、四、五章）、刘龙华（第六、七章）、朱健（第八、九章）在分工协作的基础上通力完成，同时王静、王昭君、刘伟也参与了后期的校补工作。没有他们的尽力参与，我现在也许还不能轻松愉快地写这篇译后记。在此我谨向上述所有参与本书翻译工作的各位表示衷心的感谢；同时，我要特别感谢上海财经大学出版社编辑为本书出版所付出的辛勤劳动。

翻译、校补工作虽然艰辛而繁琐，但我们力争做到准确合理，团队合作使我们既学到了知识，又增进了友谊。我作为本书翻译工作的主持人，理应对译稿中的不妥之处负责。如有不当与瑕疵，欢迎读者批评指正。

刘莉亚
2009 年 12 月 13 日
于上海财经大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早在2008年金融海啸之前，在华尔街金融衍生品行业摸爬滚打近30年的本书作者达斯，就为该行业敲响了警钟甚至是丧钟！

达斯既做过卖方（衍生品交易员），也做过买方的代表（咨询顾问）。凭借着对这一谎言、欲望、骚动与迷幻的世界的了如指掌，达斯对金融衍生品行业的本质和内幕进行了全方位的犀利解剖：

“衍生品是金融界的大规模杀伤性武器。”

“油价已不再反映市场上潜在的供需关系。石油衍生品的交易量甚至达到了全球石油交易量的好几倍。”

“每一次危机时，做空者就像贪婪的兀鹫一样盘旋在受伤的国家、货币、商品及企业周围，以图从下降的价格中获取利润。”

……

在达斯看来，即便看似与金融衍生品无关的大街上的普通人，在将钱交给银行或投资管理公司后，事实上最终均不能摆脱必然的影响。

在达斯惊人之语背后，都有大量确凿的事实为其依据。亡羊补牢，犹未晚矣。金融海啸已无法挽回，但阅读本书对业内人士及普通投资者，推敲衍生品世界中每一句真实的谎言，仍有裨益。

ISBN 978-7-5642-0673-4
9 787564 206734 >
定价：42.00元